



CENTRO DE ENSINO UNIFICADO DE BRASÍLIA
CURSO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS

**A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA
E OS IMPACTOS
SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA**

MARISA INÊS CORD

Brasília, DF

18 de dezembro de 2003

MARISA INÊS CORD

**A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E OS
IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA**

Pesquisa apresentado para
Conclusão da Disciplina Monografia do
curso de bacharelado em Relações
Internacionais do Centro Universitário de
Brasília – UniCEUB.

ORIENTADOR: CARLITO ZANETTI

Brasília, DF

18 de dezembro de 2003

MARISA INÊS CORD

**A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E OS
IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA**

Pesquisa apresentado para
Conclusão da Disciplina Monografia
do curso de bacharelado em
Relações Internacionais do Centro
Universitário de Brasília – UniCEUB.

APROVADA EM: _____ / _____ / _____

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Carlito Zanetti
Centro Universitário de Brasília – Uniceub

Prof. Marcelo Gonçalves Vale
Centro Universitário de Brasília - Uniceub

Prof. Alaor Silvio Cardoso
Centro Universitário de Brasília – Uniceub

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho de maneira especial aos meus pais, que me deram apoio incondicional em todos os momentos, muitas vezes abdicando dos próprios sonhos em favor dos meus, e aos meus irmãos queridos, que sempre estiveram comigo, mesmo que muitas vezes à distância.

AGRADECIMENTOS

À Deus, o Autor da vida, presente em todos os momentos.

Ao meu amor, marido, e companheiro, Humberto, que com seu amor, carinho e paciência, divide comigo todos os momentos.

À minha querida filha, Karoline, que enche minha vida de alegrias e que, em muitos momentos, foi minha maior motivação.

À Patrícia, minha irmã e amiga de todas as horas, que merece toda admiração e respeito.

Ao professor Zanetti, meu orientador, e aos colegas da coordenação, em especial Olga e Vanessa, que me deram apoio em um momento muito difícil, tornando possível a conclusão deste trabalho.

A todos os professores e mestres que dividiram seu conhecimento e experiências.

Aos meus amigos e colegas, que seguiram diferentes rumos, mas que deixaram preciosos momentos para recordação.

ÍNDICE

Introdução	06
Capítulo I – A Globalização dos Mercados Financeiros: Aspectos Históricos.....	08
1. A Decadência de Bretton Woods	08
2. As Crises do Petróleo	10
3. O Endividamento dos Países Subdesenvolvidos e o Estouro das Taxas de Juros e das Dívidas	12
3.1. O Caso da Dívida Brasileira	14
4. O Neoliberalismo no Brasil	17
Capítulo II – O Sistema Financeiro Nacional.....	19
1. Décadas de 1930 a 1950: O Histórico de um Sistema Atrofiado ..	19
2. Década de 1960: A Estruturação dos Sistema Financeiro	23
3. Década de 1970: As Crises Internacionais e o Enforcamento do Sistema Financeiro Nacional.....	29
4. Década de 1980: A Estagnação Econômica e o Retrocesso	32
Capítulo III – A Liberalização Financeira.....	38
1. As Políticas de Abertura do Sistema Financeiro	39
1.1 O Plano Real	43
1.2 A Abertura da Conta de Capitais	47
Capítulo IV – Os Impactos sobre a Economia Brasileira	56
1. A Participação Estrangeira no SFN	59
1.1. O Mercado de Ações e o Crédito Bancário	62
2. A Vulnerabilidade Externa.....	64
3. Transformações do Plano Real na Economia Brasileira	66
Conclusão.....	74
Bibliografia.....	78
Índice de Gráficos	83
Índice de Tabelas	84

RESUMO

Este trabalho tem por objeto analisar a liberalização financeira, a inserção do Brasil no cenário dos mercados financeiros globalizados e as mudanças decorrentes dessa inserção, após a implementação, no início dos anos 1990, do ideário Neoliberal. Primeiramente, uma análise histórica dos acontecimentos relevantes na economia e no mercado financeiro nacionais e internacionais. Depois, como ocorreu a abertura financeira, e por último os impactos dessa abertura no sistema financeiro e na economia brasileira.

Palavras-chave: Liberalização Financeira, Inserção Internacional e Volatilidade

ABSTRACT

This paper aims to analyse financial liberalization, the insertion of Brazil in the scenery of globalized financial markets, and the consequent changes of this insertion, after the implementation of the Neoliberal model, in the beginning of the 90s. Firstly, it presents a historical analysis of the relevant events in economics and in the national and international financial markets. Then, it shows how the financial opening happened, and, finally, the impacts of this opening in the financial system and in the Brazilian economy.

Key words: Financial Liberalization, International Insertion, Financial Fragility

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo examinar a abertura financeira e os efeitos sobre o mercado financeiro doméstico e a economia nacional. Para proceder essa análise é necessário voltar no tempo e conhecer um pouco da história financeira e econômica do país, e também sair das fronteiras do Estado, buscando o início do processo de globalização das finanças e livre mobilidade dos fluxos de capitais e outros acontecimentos externos relevantes ocorridos nas últimas décadas.

Para Fiori [FIO, 1997] a 'pré-história' das finanças globalizadas ocorreu ainda nos anos 1960, com a criação de um mercado interbancário paralelo e autônomo com relação aos sistemas financeiros nacionais, o euromercado de dólares. Mas foi a partir da década de 1970 que houve nos países desenvolvidos, um processo de desregulamentação do setor financeiro, seguido pelos países em desenvolvimento, inclusive o Brasil, na década de 1990.

Fatos históricos marcantes ocorridos entre a década de 1970 e 1990, como o fim de Bretton Woods, as crises do petróleo e o endividamento dos países, a formação de blocos econômicos regionais, o grande crescimento econômico de alguns países asiáticos, o fortalecimento do capitalismo e a terceira revolução industrial¹, determinaram um processo de rápidas mudanças políticas e econômicas na economia mundial.

Nesse contexto, o cenário internacional do início dos anos 90 foi marcado pela crescente hegemonia do ideário neoliberal como modelo de ajuste estrutural das economias² e pela afirmação do domínio político e militar dos EUA.

¹ A revolução da tecnologia da informação. A Primeira Revolução foi caracterizada como o advento da máquina a vapor, a indústria do aço e as ferrovias, que trouxeram drástica redução do custo do transporte de massa. A Segunda Revolução Industrial foi baseada na eletricidade e no automóvel, e a Terceira Revolução, que tem na ascensão da internet e da comunicação rápida dos mercados globalizados, o impacto revolucionário sobre a produtividade mundial.

² A implementação do ideário neoliberal na América Latina foi definida pelos EUA no Consenso de Washington.

O capitalismo mundial entra numa nova etapa de desenvolvimento, que surge a partir da reestruturação capitalista, é caracterizada como sendo a era da ‘mundialização do capital’ [CHE, 1998, 11]. O mundo encontra-se diante de um novo regime mundial de acumulação³, uma nova fase do processo de internacionalização capitalista.

A partir da mundialização do capital, surgiu a *ideologia da globalização*, incentivando a desregulamentação financeira e a liberalização comercial, entre outras.

Na última metade da década de 1980, a onda primordial da globalização e do neoliberalismo atingiu os países industrializados da periferia, como a América Latina e a seguir, os países do Leste Europeu e a Rússia.

Entretanto, a mundialização do capital tem provocado uma série de crises, demonstrando a vulnerabilidade do no sistema financeiro internacional.

No contexto dos países subdesenvolvidos em particular, os efeitos da globalização têm sido desastrosos. Basta citar as crises do México (1994), dos países do Leste Asiático (1997), da Rússia (1998), do Brasil (1999), da Turquia (2000) e da Argentina (2001).

Nesses momentos de turbulência, bilhões de dólares de capital especulativo foram transferidos dos mercados emergentes para outras praças. A crise financeira resultou nas consequências típicas desse quadro: inflação, recessão, aumento do desemprego e falências de empresas.

O Brasil é um caso particularmente relevante, pois é a economia de maior peso da América Latina. No início dos anos 1990 a onda Neoliberal varreu as políticas brasileiras, mas é precipitada uma conclusão tanto no sentido de afirmar que elas se transformaram em benefícios incontestáveis, como de atribuir-lhe culpa pelos problemas estruturais históricos que afligem a economia brasileira. Fato é, porém, que elas aumentaram a vulnerabilidade do país às indisposições externas, que passou a absorver diretamente os impactos das crises internacionais – sobretudo na esfera financeira, como propõe demonstrar este trabalho.

³ “Regime de acumulação” é a expressão utilizada pela Escola de Regulação francesa para caracterizar os elementos econômicos, sociais e políticos que configuram uma determinada ordem no processo de acumulação de capital.

CAPÍTULO I – A GLOBALIZAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS: ASPECTOS HISTÓRICOS

A economia dos países em desenvolvimento mostrou-se dinâmica entre 1930 e 1980, e ao longo do período da moderna industrialização, a economia brasileira obteve taxas médias de crescimento em torno de 6% ao ano. O período seguinte, entre 1980 a 2000, não foi muito promissor para os países recém industrializados, especialmente para o Brasil que, ao contrário do período anterior – em que era um dos países que mais crescia, assistiu seu crescimento declinar a uma taxa média de 2% ao ano, afastando-o dos países em desenvolvimento ditos dinâmicos [CAR, 2002].

A queda acentuada no crescimento e as diferenças bruscas entre os dois períodos devem-se, fundamentalmente, a fatores externos como queda do investimento externo, juros em alta, volatilidade e crises dos mercados emergentes.

1. A DECADÊNCIA DE BRETTON WOODS

Os acordos de Bretton Woods, no pós-Segunda Guerra determinaram a existência de taxas fixas de câmbio, com base no ouro. Os bancos centrais de cada país garantiriam a estabilidade do padrão e, se não fossem suficientes, recorria-se ao FMI⁴ (Fundo Monetário Internacional) que forneceria empréstimos em dólares para que as reservas dos países fossem aumentadas, fortalecendo sua moeda. Dessa forma, os desequilíbrios dos balanços de pagamentos poderiam ser corrigidos via empréstimos do FMI, sem a ocorrência de recessões.

Com a crescente hegemonia dos Estados Unidos no final da Segunda Guerra Mundial e o dólar tornando-se a moeda-base internacional, os estoques de ouro daquele país tornaram-se muito grandes, o que garantiu seu apoio ao

⁴ Fundo Monetário Internacional - Criado em julho de 1944 em conferência das Nações Unidas, em Bretton Woods, EUA, para estabelecer um sistema de cooperação econômica, desenvolvido para selar pela estabilidade do sistema monetário internacional, evitando crises e estimulando o desenvolvimento do comércio internacional.

sistema e à estabilidade de Bretton Woods em sua primeira fase, e à promessa de trocar por ouro todo o dólar devolvido, a uma taxa de US\$ 35,00 por onça de ouro.

Os acordos de Bretton Woods foram extremamente benéficos aos EUA – especialmente em sua primeira fase, até 1960. A transferência de dólares para a Europa gerou saldos comerciais favoráveis e baixo desemprego, quase sem inflação. A indústria bélica americana cresceu de maneira impressionante e espalhou-se por todo o mundo e as multinacionais americanas aumentaram o poder econômico dos EUA, contribuindo para tornar o país uma hegemonia econômica, militar e política.

Mas já nos anos 1960 o sistema deu seus primeiros sinais de crise e desmoronamento. Os EUA tinham saldo positivo na balança comercial por seu comércio forte. Contudo, com a reconstrução da Europa e a ascensão do Japão – que se tornaram fortes concorrentes – juntamente com os investimentos externos, ajuda financeira a outros países e gastos militares no exterior, o balanço de pagamentos dos EUA evoluiu de maneira descontrolada com reduções nos saldos positivos, obrigando os EUA a vender ouro para garantir a paridade do dólar. Com isso, a escassez inicial de dólares no mercado internacional foi substituída pelo seu excesso, e em 1958 o volume de dólares circulando no mundo ultrapassou as reservas americanas. Nos dois anos seguintes o dólar sofreu ataques especulativos, reduzindo consideravelmente o estoque de ouro dos EUA. Criou-se então um fundo comum para estabilizar o preço do ouro no mercado livre e estabeleceram-se padrões internacionais para uma administração e uma supervisão bancárias mais seguras e eficientes, resultando em mais alguns anos de estabilidade.

Em 1965 houve nova corrida contra o dólar quando a França anunciou que trocaria todos os seus dólares por ouro. Esse ataque especulativo, aliado aos gastos dos EUA no Vietnã, fizeram as reservas americanas se reduzirem drasticamente e obrigaram, em 1968, os EUA a anunciarem medidas contra a saída de dólares, ou seja, restrições tanto a investimentos americanos no exterior, como à concessão de empréstimos por parte dos bancos norte-americanos.

A Europa tentava chegar a um acordo para diminuir sua dependência em relação ao dólar. Mas era quase impossível controlar o fluxo de dólares para Europa, fazendo surgir o euromercado⁵. Em 1970 e 1971 o fluxo de dólares ao exterior multiplicou-se, e em agosto de 1971 as reservas de ouro dos EUA caíram abaixo de US\$ 10 bilhões, quando foi anunciada a suspensão da conversibilidade do dólar em ouro. As tentativas de manter as taxas de câmbio fixas foram perduradas até 1973, quando as taxas passaram a flutuar – não totalmente livres, mas com flutuações administradas pelo Federal Reserve, o banco central americano.

Era o fim do sistema acordado em Bretton Woods.

2. AS CRISES DO PETRÓLEO

Após a Segunda Guerra Mundial o petróleo passou a exercer um papel fundamental na economia mundial. Em 1960 os principais países exportadores criaram a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), passando a regular a produção, como forma de proteger os preços, e garantir a participação mais eqüitativa possível de seus membros no mercado, evitando a concorrência entre eles.

Em 1973, após a quarta guerra entre árabes e israelenses, os países árabes exportadores de petróleo, em represália aos EUA e Europa⁶ que apoiaram Israel, se uniram e decidiram tomar medidas como reduzir quotas de produção, embargar exportações para aquele grupo de países e triplicar os preços do petróleo cru, o que causou uma crise mundial e mostrou claramente o quanto os países do Ocidente dependiam do petróleo dos países árabes.

⁵ Mercado de eurodólares, ou depósitos e empréstimos feitos em dólares em bancos fora dos EUA. Pode ser em qualquer país. Em síntese, é o dólar de propriedade de empresas privadas multinacionais em poder dos bancos comerciais fora dos EUA, formando um fundo de capital internacional, a curto prazo, que é movimentado com espantosa rapidez, aproveitando-se das variações de taxas de juros e das perspectivas de estabilidade cambial dos diversos países tomadores, interessados em financiar seu desenvolvimento.

⁶ Essas potências permaneceram passivos diante da atitude de Israel de não devolver territórios ocupados em 1967 (Guerra dos Seis Dias), além de venderem armamentos e prestarem auxílio financeiro a Israel, irritando profundamente os países árabes, que fizeram do petróleo uma arma política

Após a crise, a OPEP passou a comandar os preços e políticas de petróleo, em forma de cartel.

Essas medidas desestabilizaram a economia mundial e provocaram profunda recessão nos EUA e na Europa, com grande repercussão internacional. Por causa dessa crise, os países industrializados acabaram o ano de 1974 com um déficit de cerca de US\$ 11 bilhões e os subdesenvolvidos, de quase US\$ 40 bilhões⁷.

Os sucessivos aumentos de preço do petróleo, após 1973, acarretaram uma notável transferência de riquezas, por meio dos chamados petrodólares⁸, para os países da OPEP.

O fim das regulamentações de Bretton Woods e o aumento do fluxo e depósito de petrodólares multiplicaram o mercado de eurodólares, gerando maior liquidez e a necessidade de reciclagem. Nessa época, outro choque externo foi o responsável pelas incertezas no sistema internacional: a segunda crise do petróleo⁹, em 1979, motivada pela paralização da produção iraniana. Em consequência da revolução Islâmica liderada pelo aiatolá Khomeini, que destituiu do governo o xá Reza Pahlevi e instituiu o governo islâmico, o Irã não consegue atender a demanda, e o preço do barril atinge níveis recordes e agrava a recessão econômica mundial no início da década de 80.

Todos esses fatores foram determinantes para que os EUA tomassem sérias medidas para proteger o dólar e a própria soberania, que estava em decadência, cedendo lugar a uma nova ordem econômica, como afirma Dathein: “No final dos anos 1970, considerando os movimentos especulativos e a contínua queda do dólar, o *Fed* adotou uma política restritiva sobre a expansão da massa monetária dos EUA, o que provocou níveis recordes de

⁷ Nestes em grande medida pelo encarecimento dos empréstimos e o salto das taxas de juros, como veremos mais a frente.

⁸ Dólares excedentes da OPEP. A organização exigia dólares em pagamento por suas exportações, e com o aumento do preço do petróleo, em 1973, de US\$ 1 para US\$ 4 o barril, os bancos encontraram-se saturados por enormes quantidades de petrodólares, escoados no euromercado.

⁹ Em 1979 acontece o segundo choque do petróleo, causado pela revolução iraniana que derruba o xá Reza Pahlevi (1919-1980) e instala uma república islâmica no país. A produção de petróleo é gravemente afetada, e o preço do barril de petróleo, então, atinge níveis recordes e agrava a recessão econômica mundial no início da década de 80.

taxas de juros e a alta da cotação do dólar. Isto foi feito também como uma reafirmação da hegemonia dos EUA e da sua moeda. Em reação, os outros países industrializados também tiveram que elevar suas taxas de juros para evitar quedas maiores das cotações de suas moedas, o que provocou uma nova recessão internacional. Por outro lado, ampliou-se o conflito entre a soberania dos estados-nações e a nova ordem econômica supranacional desregulada, tornando-se muito mais difícil contrapor-se a esta última” [DAT, 2002] .

3 O ENDIVIDAMENTO DOS PAÍSES SUBDESENVOLVIDOS E O ESTOURO DAS TAXAS DE JUROS E DAS DÍVIDAS

Com o fim de Bretton Woods e o excesso de dólares circulando no mercado, aliado ao fato das multinacionais não conseguirem absorver todos os recursos disponíveis, a solução foi disponibilizar empréstimos aos países em desenvolvimento, o então chamado Terceiro Mundo¹⁰, a juros muito baixos e com taxas flutuantes – estas últimas para resguardar os bancos de instabilidade inflacionária internacional.

Os empréstimos ocorreram de forma maciça, e o resultado foi um endividamento recorde dos países do Terceiro Mundo, que não imaginavam o péssimo negócio que fizeram: os países pobres tomavam empréstimos para comprar produtos das economias desenvolvidas, que estavam em recessão, contribuindo para que elas suportassem melhor a crise [GON, 2000].

No fim dos anos 1970, o aumento brusco da taxa de juros pelos EUA, seguido dos aumentos nos juros dos demais países industrializados, provocou níveis recordes das taxas e altas na cotação do dólar, ao mesmo tempo que os preços das matérias primas dos países subdesenvolvidos despencavam. Os países pobres, que confiavam na venda das matérias primas para pagar a dívida, tiveram que continuar pedindo empréstimos. Nessa conjuntura, o

¹⁰ Conjunto das nações pobres da Ásia, África e América Latina, abrange países de orientação e sistemas políticos dos mais diversos e antagônicos, unidos apenas pelo subdesenvolvimento [SAN, 1989].

México¹¹ anunciou que não podia mais pagar suas dívidas e outros países o seguiram, inclusive o Brasil em 1987, tornando-se desacreditados e colocando os principais grupos bancários à beira da falência.

A estratégia básica dos bancos foi reduzir seus empréstimos aos países em desenvolvimento, particularmente à América Latina, o que significou a extinção dos financiamentos dos déficits em transações correntes. Os banqueiros passaram a eliminar qualquer financiamento adicional aos países endividados, exigindo destes países um déficit em transações correntes tendente a zero e um superávit comercial suficiente para cobrir o déficit de serviços, originando, assim, um processo de transferência de recursos reais ao exterior, o que trouxe importantes conseqüências sobre o estoque das dívidas existentes, aumentando-as significativamente [CAR, 2002].

Entram em cena o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial (BC) com a imposição das famosas PAE¹² (Políticas de Ajuste Estrutural), que prevêm a estabilização e o crescimento das economias dos países devedores, através de medidas como: desvalorização do câmbio, liberalização do comércio para o exterior, produção voltada para a exportação, aumento da imposição fiscal, corte nos empregos e salários do funcionalismo público e nos gastos da saúde, educação e serviços sociais.

A partir daí a situação da dívida externa dos países em desenvolvimento acaba se tornando um círculo vicioso auto-sustentado: sem capacidade para pagar as dívidas recorrem aos países e instituições credoras que, receando a ruptura do sistema financeiro internacional, concedem mais empréstimos, com critérios rigorosos demais e obrigando os países devedores a utilizar parte desses empréstimos para pagar o serviço da dívida acumulada, criando a necessidade de mais financiamento para enfrentar as necessidades internas e

¹¹ Moratória mexicana em 1982 – os bancos privados interrompem créditos novos para países devedores, complicando a situação de países dependentes de capitais externos para financiar, como era o caso brasileiro.

¹² Apresentadas à América Latina sob a forma de “conselhos” em um documento intitulado Consenso de Washington (oriundo de uma reunião em novembro de 1989, Washington, EUA), que recomendavam a adoção de medidas como acabar com os déficits públicos, adotar disciplina fiscal rígida; fazer reforma tributária com diminuição de impostos; promover a abertura comercial; liberalizar a conta de capitais; privatizar e desregulamentar a economia.

a continuação do pagamento do serviço da dívida, que já teria aumentado com o último financiamento, e assim sucessivamente, agravando o problema (DAT, 2002).

3.1. O CASO DA DÍVIDA BRASILEIRA

Para Carneiro [CAR, 2000], a formação e expansão da dívida externa pode ser encontrada na esfera das relações financeiras do país com o resto do mundo, pois não foi determinada pelos recursos reais. Os aspectos relevantes foram a grande ampliação da liquidez internacional no período e a combinação do crescimento econômico com a atrofia do sistema financeiro local. As operações de endividamento proporcionavam lucros elevados, ao mesmo tempo em que dispensavam o setor financeiro doméstico de constituir uma base de captação de recursos de longo prazo.

Um dos elementos determinantes da escalada do endividamento externo foi o fato de existir no Brasil um sistema financeiro atrofiado, que não foi capaz de absorver os recursos reais da indústria, na contramão de um sistema financeiro internacional com excessiva liquidez de recursos financeiros, mas que torna-se muito escassa nos períodos de crise. O déficit em transações ampliado e o racionamento dos empréstimos implicaram a queima de reservas para o fechamento das contas externas.

O aumento real da dívida brasileira compreende os períodos do “milagre brasileiro” (1971-1973), financiada pela entrada de recursos externos, segundo Gonçalves, disponíveis em termos reais até mesmo com juros negativos, onde a acumulação de reservas explica o aumento da dívida bruta; e o período de 1974 a 1980, onde o endividamento líquido responde em proporções variáveis pelo aumento da dívida bruta. “Mas o golpe maior veio com o aumento das taxas de juros nos EUA: 5,7% para 18,8%, entre 1975 e 1984, acarretando para o Brasil despesas extras de 26,6 bilhões de dólares apenas nesse período. Como resultado, aumentaram o estoque e o serviço da dívida, reduzindo-se a capacidade de o Brasil obter divisas para viabilizar o pagamento” [GON, 2000]

Para Fiori, “durante todo o ‘período desenvolvimentista’¹³, o Brasil manteve uma das mais elevadas taxas médias de crescimento mundial. Mas o crescimento não foi acompanhado de igualdade social, e a forte presença econômica do Estado não implicou na existência de um Estado forte, com um projeto claro de poder nacional. Na década de 70, este quadro sofre uma modificação importante graças à ‘crise da hegemonia norte-americana’ e à grande disponibilidade de liquidez internacional, que permitiu o afrouxamento da restrição externa. O fim do padrão dólar se somou à derrota dos Estados Unidos na Guerra do Vietnam, abrindo espaço para uma nova tentativa brasileira de autonomização de sua política externa, de promoção do Brasil à condição de ‘potência intermediária’ dentro do Sistema Mundial. A abundância de crédito privado para os países em desenvolvimento permitiu uma aceleração das taxas de crescimento - e, no caso do Brasil, permitiu que o país avançasse no processo de industrialização iniciado nos anos 50/60, complementando sua matriz industrial com a produção de bens de capital e dos insumos necessários ao funcionamento da economia. A contrapartida deste processo foi um endividamento externo que foi além das possibilidades do balanço de pagamentos, sendo responsável em grande medida pelo estrangulamento do crescimento, no momento em que a economia brasileira foi submetida - no final dos anos 70 e início dos 80 - a quatro choques fatais: elevação das taxas de juros internacionais, recessão na economia mundial, deterioração dos termos de troca e interrupção do financiamento externo, depois da moratória mexicana. Foram estes os principais fatores que submeteram a economia brasileira a uma severa crise do balanço de pagamentos e que obrigaram os governos da década de 80 a fazer uma política de promoção ativa das exportações e de controle das importações, para dar conta do serviço da dívida externa. Como consequência, o país viveu uma recessão seguida de uma redução de sua taxa média de crescimento, ao

¹³ Período em que Juscelino Kubitschek governou o país e que relaciona o fenômeno do desenvolvimento a um processo de industrialização, de aumento de renda por habitante e da taxa de crescimento [SAN, 1989]. Foi nesse período que obras megalômanas foram realizadas no Brasil, como a construção da rodovia Belém-Brasília, a Ponte Rio-Niterói, Usina de Angra, etc, todas financiadas, até 1973, com recursos externos baratos e abundantes.

que se somaram várias desvalorizações cambiais e uma aceleração da inflação” [FIO, 1997].

A falta de financiamentos para o Brasil foi desastrosa, pois ele “nunca pagou seus empréstimos com seus próprios recursos. Fez sempre novos empréstimos para manter os antigos. Os saldos de sua balança de comércio não lhe permitiram nunca cobrir a balança de contas [...] pagando dívidas com novas dívidas, a nossa política o que fez foi aumentar essas dívidas, ao invés de diminuí-las” [GON, 2000].

A partir de então, os juros mantêm-se em patamares elevados em termos nominais e reais, e o financiamento é cada vez mais escasso, até a sua ruptura em 1982.

A década de 1980 foi muito difícil para a economia brasileira. Enquanto os credores atuavam como cartel, os devedores foram obrigados a criar programas de ajustes e acordos supervisionados pelo FMI, que no caso brasileiro “diagnosticou a crise econômica do país como resultado da situação internacional, mas também de fatores como: “excessivo endividamento externo; excessiva presença de empresas estatais na economia; excessivo volume de incentivos fiscais e subsídios creditícios; distorções nas taxas alfandegárias, restrições às importações e operações cambiais e aumentos salariais para os trabalhadores, acima da produtividade” [GON, 2000, 16].

Todos os países em crise receberam o mesmo tratamento do FMI, e por isso sofreram as mesmas conseqüências: recessão econômica acompanhada de altas taxas de inflação e crise social acompanhada de instabilidade política. A crise abriu espaço para implantação das políticas Neoliberais vigentes.

O acordo com o FMI previa, de imediato, para honrar o serviço da dívida, mega-superávits comerciais, mas as metas firmadas nunca foram plenamente alcançadas. As enormes mudanças políticas ocorridas no Brasil desestabilizaram ainda mais a economia e criaram uma situação insustentável, culminando na moratória da dívida em 1987 que, segundo Gonçalves, foi “adotada por falta de opções, como medida de desespero, por um governo”¹⁴ cujo apoio popular era declinante e desacompanhado de medidas que

¹⁴ Nessa época o Brasil era governado por José Sarney.

modificassem o modelo econômico brasileiro” [GON, 2000]. Ainda no mesmo ano foram retomadas as negociações para pagamento da dívida, mas a credibilidade na comunidade econômica internacional foi abalada até os dias de hoje, e a condição atual de “bom pagador” é duvidosa, bastando uma crise de pequenas proporções para ser abalada.

4. O NEOLIBERALISMO NO BRASIL

O modelo de desenvolvimento implantado autoritariamente no Brasil durante a última ditadura militar apoiava-se no fortalecimento do papel do Estado, no endividamento externo, na substituição de importações e na manutenção de superávits na balança comercial. Na década de 1980, no entanto, esse modelo sucumbiu às crises internas e internacionais, não sendo mais suficiente como alternativa de desenvolvimento.

No final da década de 1980 e início de 1990 o ideário Neoliberal ganhava status de nova ordem econômica internacional, e as palavras de ordem eram: abertura comercial; liberalização das contas de capital; desregulamentação e descompressão dos sistemas financeiros domésticos; reforma do Estado, incluindo a privatização da seguridade social e o abandono das políticas de fomento à indústria e à agricultura [CAR, 2002].

O Neoliberalismo chegou à América Latina na forma de políticas de ajuste econômico (PAE), um conjunto de acordos e sugestões discutidas no Consenso de Washington, e implantadas nos países em crise, onde a prioridade deveria ser a estabilização rápida da economia por meio das seguintes medidas complementares:

- a) sobrevalorização e manutenção do câmbio sobrevalorizado frente ao dólar, de forma a estabilizar os preços internos e pressioná-los para baixo pelo estímulo à concorrência derivada do barateamento das importações;
- b) preservação e, se possível, ampliação da abertura comercial para reforçar o papel do câmbio apreciado na redução dos preços das importações;

- c) barateamento das divisas e abertura comercial que permitiria a renovação rápida do parque industrial instalado e maior competitividade nas exportações;
- d) política de juros altos, tanto para atrair capital estrangeiro, que mantivesse um bom nível de reservas cambiais e financiasse o déficit nas transações do Brasil com o exterior, como para reduzir o nível de atividade econômica interna, evitando assim que o crescimento das importações provocasse maior desequilíbrio das contas externas;
- e) realização de um ajuste fiscal progressivo, de médio prazo, baseado na recuperação da carga tributária, no controle progressivo de gastos públicos e em reformas estruturais que equilibrassem em definitivo as contas públicas;
- f) eliminação dos estímulos diretos às atividades econômicas específicas, devendo o Estado concentrar-se na preservação da concorrência através da regulação e fiscalização das atividades produtivas, principalmente dos serviços públicos.

Os organismos multilaterais defendiam a idéia de que a abertura contribuiria para fortalecer os sistemas financeiros domésticos, que a longo prazo se tornariam menos sujeitos às crises sistêmicas. O Brasil implantou uma a uma as políticas 'sugeridas'.

CAPÍTULO II – O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL¹⁵

O sistema financeiro é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar a transferência de recursos de quem oferta para quem os toma, criando condições de liquidez no mercado. Em outras palavras, “é o local onde o dinheiro é gerido, intermediado, oferecido e procurado, por meio de canais de comunicação que se entrelaçam na formação de sistemas” [AND, 1999].

O grande marco no que se refere à reestruturação do sistema financeiro nacional é a década de 1960, quando foi promulgada a Lei de Reforma Bancária e a Lei do Mercado de Capitais¹⁶. A demora em desenvolver o sistema financeiro brasileiro pode ser atribuída à vigência, desde 1933, da Lei da Usura¹⁷ e da Lei da Cláusula-ouro¹⁸. Na época essas leis não traziam consequências sérias para a economia, pois os preços eram estáveis, mas com o crescimento da economia, que requeria um sistema financeiro ampliado e mais ágil, elas passaram a ser um entrave para o desenvolvimento econômico e do próprio setor financeiro.

1 DÉCADAS DE 1930 A 1950: O HISTÓRICO DE UM SISTEMA ATROFIADO

Até a década de 1930, a economia brasileira era caracterizada como agro-exportadora, o que a tornava muito suscetível a crises externas, pois a atividade industrial era muito incipiente e a demanda interna por manufaturas (incluindo os bens de capital) era quase toda atendida pelas importações. A

¹⁵ Este capítulo é baseado em ANDREZO, Andrea Fernandes. “*Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*”. Todos os números e dados encontrados neste capítulo, sem citação a outros autores, são creditados à [AND, 1999].

¹⁶ Mercado de Capitais: é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar operações de médio ou longo prazo ou de prazo indefinido, como no caso das ações, por exemplo. Destina-se, principalmente, ao financiamento de capital fixo, capital de giro e especiais, como habitação [AND, 1999].

¹⁷ Decreto nº 22.626, que estabelece o teto máximo das taxas de juros em 12% ao ano.

partir da crise do café¹⁹, no início da década, a política econômica passou a ser direcionada para a industrialização, por meio do chamado processo de “industrialização por substituição de importações”²⁰, que trouxe um certo nível de desenvolvimento ao país, se comparado com os anos anteriores. Contudo não foi o grande salto esperado, pois o processo se defrontava com a falta de recursos, como fontes de financiamento de longo prazo e taxas de juros, além de outros entraves institucionais.

Na década de 1940, “ao final da Segunda Guerra Mundial, o Brasil tinha elevado saldo de divisas e créditos externos acumulados durante o conflito, devido às dificuldades de comércio [decorrentes da Guerra] e ao processo de substituição de importações” [AND, 1999].

A situação se inverteu nos anos seguintes²¹. Não havia no Brasil um banco central, e o mercado financeiro se resumia ao sistema bancário. O processo de industrialização por substituição de importações se defrontava com a falta de recursos, nas condições de prazo e de taxas de juros exigidas. O desenvolvimento acelerado da indústria aumentou a demanda de crédito a médio e longo prazo, porém os recursos disponíveis restringiam-se aos depósitos a prazo, que diminuía à medida que a inflação acelerava, principalmente em função da Lei da Usura, que desestimulava a poupança, por meio das taxas reais de juros negativas. Além disso, os ativos financeiros não tinham a preferência dos investidores.

Em fevereiro de 1945 foi criado o embrião do atual Banco Central, a SUMOC, em consequência de obrigações assumidas pelo Brasil, em 1944, na

¹⁸ Decreto nº 23.501, que veda a celebração de contratos em outra moeda que não a nacional. Esta imposição impossibilita qualquer mecanismo de correção monetária decorrente de variações cambiais ou do preço do ouro.

¹⁹ Houve excesso de produção e, com a economia mundial em recessão – a depressão da década de 1930 – era insustentável manter a economia dependente das exportações de um único produto.

²⁰ Processo interno de desenvolvimento, estimulado por desequilíbrio externo, e que resultou na dinamização, crescimento e diversificação do setor industrial. Iniciou-se, no Brasil, na década de 1930, contudo foi entre 1956 e 1961 que o processo foi aprofundado, com o Plano de Metas de JK. Alguns autores defendem que o processo de industrialização por substituição de importações não foi iniciado por opção política dos governos, mas sim por imposição da crise econômica dos países capitalistas centrais ao afetar o setor externo das economias periféricas.

²¹ Resultado da política liberal de comércio adotada pelo governo Dutra, que em menos de um ano gastou em importações todas as divisas acumuladas durante a guerra.

Conferência de Bretton Woods. E para tentar resolver o problema da falta de crédito, em 1946, foram criadas instituições financeiras do setor privado não bancário – as Companhias de Crédito e Financiamento, que limitavam-se a financiar capital de giro às empresas e crédito para aquisição de bens de consumo duráveis. Essas Companhias conseguiram contornar a Lei da Usura criando sociedades que colocavam os recursos à disposição de terceiros para formar novas sociedades. A remuneração delas era interpretada como lucro, não estando sujeitas à Lei da Usura. Mais tarde foram regulamentadas como empresas dedicadas à concessão de crédito, de médio ou longo prazo, à indústria, ao comércio, a particulares ou ao público consumidor. A expansão dessas Companhias foi extraordinária, o que demonstra a carência de crédito na época.

Na década de 1950, à medida que a inflação se intensificava, os depósitos a prazo fixo no sistema bancário foram diminuindo. A poupança nacional foi se reduzindo e os recursos tornando-se escassos na economia brasileira. Faltava capital social básico e de infra-estrutura econômica para suportar um processo de industrialização. Em decorrência disso, criou-se o BNDE (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico). Com a missão de ser instrumento de desenvolvimento econômico e social do país, destinava-se a ampliar a capacidade governamental de mobilizar recursos tanto para investimentos públicos como privados. Contudo, concentrou-se em financiar projetos governamentais desenvolvimentistas²², em áreas de infra-estrutura, deixando o setor privado de lado, que permaneceu sem um fluxo de recursos de longo prazo.

Impossibilitado de mobilizar recursos para investimentos e de ampliar sua receita tributária, além dos enormes gastos que tinha, o Estado aumentava seus déficits orçamentários. A partir de 1953 a situação se agravou com a redução dos depósitos a médio e longo prazo, decorrentes dos índices da inflação que passaram dos 12% ao ano, o que estimulava as empresas estrangeiras a trazer apenas o capital a imobilizar e quase nada de capital de

²² Nessa época desenvolveram-se projetos de grande vulto, como a construção de Brasília, de rodovias e grandes obras, com taxas de crescimento do PIB superiores a 8% no período [AND, 1999].

giro, devido às taxas de juros reais negativas do mercado, consequência da inflação alta e da limitação imposta pela Lei de Usura.

Sem poupança de longo prazo, e sem intermediários financeiros, com exceção do BNDE e das financeiras, as empresas necessitavam de novas fontes de financiamento. Para piorar, o mercado acionário era insignificante, o que impossibilitava o lançamento de ações. Os títulos públicos emitidos eram escassos, e o volume de debêntures²³ insignificante. Restava apenas o autofinanciamento e o endividamento.

A falta de canais de obtenção de financiamentos externos de médio e longo prazo obrigou à utilização de técnicas de financiamento interno: autofinanciamento por meio da taxa cambial e da própria inflação, e tributação, largamente utilizada pelo governo. Outra forma de suprir a falta de recursos era por meio da emissão de moeda por parte do governo, o que dava cobertura ao déficit público, mas que, em contrapartida, intensificava a inflação ao escapar do controle do governo. Por outro lado, devido à escassez de recursos, as empresas passaram a se financiar com recursos de curto prazo, o que limitava o crescimento.

Nesse período o controle do governo sobre a política monetária era bastante limitado. Não havia uma estrutura financeira nacional organizada, e o sistema bancário concedia basicamente crédito de curto prazo, raramente operando com financiamento de longo prazo para financiar a indústria ou fazer empréstimos para investimentos de capital fixo.

Para atender ao mercado de crédito de médio e longo prazos, o governo passou a trabalhar na reorganização do sistema financeiro. Em novembro de 1959 (Portaria nº 309, do Ministério da Fazenda), foram criadas as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, conhecidas como Financeiras, que tinham como objetivo, além de atuarem como instituição financeira, a captação de poupança. Passaram a utilizar largamente as letras de câmbio vendidas no mercado com o aceite da instituição financeira e trocadas por duplicatas ou notas promissórias, com deságio que não estava sujeito à limitação da Lei de

²³ Título mobiliário que garante ao comprador uma renda fixa. O portador é um credor da empresa que a emitiu e têm como garantia todo o patrimônio da empresa [SAN, 1989].

Usura e não era tributado. A oferta de crédito aumentou, mas ainda era insuficiente para atender a demanda.

2. DÉCADA DE 1960: A ESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO

A década de 1960 foi um grande marco no desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro. O mercado acionário, na época, desestimulava novos investidores, pois era muito pouco desenvolvido e cheio de entraves. Dentre eles, a legislação inadequada sobre as sociedades anônimas, a desinformação acerca da real situação econômico-financeira das empresas, a inexistência de investidor institucional, os elevados índices de inflação e uma tradição de evitar recorrer ao mercado de ações como fonte de recursos.

Com esses entraves não era possível desenvolver o sistema financeiro nacional. Em 1964 a situação ficou crítica, com os mercados financeiros desorganizando-se cada vez mais. Havia no Brasil somente um conjunto de leis e decretos, na maioria ultrapassados e esparsos, sem uma estrutura legal única elaborada para regular as atividades desenvolvidas no Mercado de Capitais. Não havia um Banco Central, e suas funções eram desempenhadas por um conjunto de instituições, como o Tesouro Nacional, a SUMOC e o Banco do Brasil.

A necessidade de reformas financeiras passou a fazer parte da maioria dos diagnósticos econômicos. Apontavam-se como pontos principais das reformas: o controle de emissão monetária, que até então pertencia ao Banco do Brasil; a criação de novas instituições financeiras e novos instrumentos de financiamento para o consumo e para o capital de giro; o fortalecimento do mercado acionário; o estímulo à poupança privada voluntária, em detrimento da poupança forçada, por meio da emissão de moeda, e o incentivo à compra de títulos da dívida pública para financiamento do déficit público.

Com o golpe militar, em 1964, nasceu a possibilidade de reordenar econômica e financeiramente o país. Começou a se promover reformas que significavam a montagem de uma estrutura nova que pudesse atender às

necessidades da época. Elas visavam fortalecer o sistema financeiro e reduzir a inflação, expandir o mercado por meio da criação de novas instituições, aumentar a taxa de poupança nacional e racionalizar o fluxo de recursos financeiros para as atividades produtivas. Introduziu-se o mecanismo de correção monetária, que evitava a tributação de lucros ilusórios das empresas e o estímulo ao atraso nos pagamentos.

Houve redistribuição dos impostos e a criação de fundos parafiscais, como o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço), o PIS (Programa de Integração Social) e o PASEP (Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público), com o intuito de constituir fontes de poupança compulsória ao Poder Público, além de eliminar distorções da legislação trabalhista. A reestruturação dos títulos e documentos negociados e do próprio mercado de capitais visava montar uma nova estrutura que pudesse atender às necessidades da época.

Nos primeiros anos após as medidas adotadas a inflação foi relativamente reduzida, porém com diminuição no nível de atividade econômica. A situação financeira das empresas agravou-se e aumentou o custo do dinheiro. Conseqüentemente, houve redução dos salários, reajuste das tarifas públicas, correção monetária dos aluguéis, política financeira de limitação da expansão do crédito, aumento de impostos e controle indireto dos preços.

Para Andrezo [AND, 1999], “tudo isso gerou uma crise no consumo e conseqüente redução da capacidade de vendas das empresas, que lutavam por maior necessidade de capital de giro e não encontravam solução, pois as taxas de poupança voluntária mantinham-se insuficientes para sustentar o crescimento econômico. Essa situação levou a economia a um processo de recessão em 1966. A única solução encontrada foi a procura de crédito nas Financeiras e no mercado paralelo, [que] passou a representar uma importante fonte de recursos. Essa situação beneficiou as Financeiras e gerou uma distorção na estrutura de capital na maior parte das empresas, [...] os empresários que controlavam o capital de giro passaram a apropriar mais lucros que os detentores do capital fixo”.

O Mercado de Capitais não tinha muita importância na época, além de estar passando por uma reestruturação, o que impedia as empresas de recorrerem a ele como fonte de capital. A situação exigia a adoção de políticas que combatessem a inflação, criassem novas formas de poupança e fortalecessem o crédito ao setor privado.

Foram criados incentivos fiscais com o objetivo de estimular a poupança financeira privada e o investimento em setores prioritários. Houve maior estímulo à poupança compulsória; regulamentação do Mercado de Capitais, dos bancos de Investimento, das Bolsas de Valores e sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários e do capital estrangeiro, além de modificações nos instrumentos de política monetária.

As principais mudanças ocorridas no sistema financeiro na década de 1960 foram:

- Lei de Capitais Estrangeiros (Lei nº 4.131, de setembro de 1962): definia como capital estrangeiro a residência, domicílio ou sede internacional de seu titular, independente da nacionalidade, conferindo a esse capital isonomia no tratamento jurídico, e instituiu um serviço de registro de capitais estrangeiros para investimento direto ou de empréstimo, remessas ao exterior como retorno de capitais ou rendimento desses capitais, lucros, dividendos, juros, amortizações, *royalties*, ou qualquer outra transferência para fora do país; reinvestimentos de lucros dos capitais estrangeiros e alterações do valor monetário do capital das empresas. Todo capital estrangeiro ingressado deveria ser registrado na SUMOC²⁴, como garantia ao investidor de direito ao retorno das divisas, à remessa de lucros dividendos e juros sobre o capital próprio e ao reinvestimento em moeda estrangeira.

²⁴ Atualmente esse registro é feito no Banco Central. De acordo com essa Lei (4131/62), a SUMOC passou a ter competência para estabelecer restrições em caso de desequilíbrios graves na balança de pagamento ou outras razões que justifiquem as restrições. Obrigou as empresas, inclusive as sociedades anônimas, em seus balanços, a discriminarem as parcelas de capital e dos créditos pertencentes a pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas ou com sede no exterior. Dispôs sobre as operações cambiais, que no mercado de taxas livres só poderiam ser efetuadas por meio de estabelecimentos autorizados a operar em câmbio. Regulou a emissão de ações e títulos de empresas controladas por capital estrangeiro e regulou a tributação do capital forasteiro.

- Lei de Correção Monetária (Lei nº 4.357, de julho/1964): tinha como principal objetivo combater o déficit orçamentário da União, a principal causa do processo inflacionário. Procurou aumentar a arrecadação tributária por meio de mecanismos de correção que visavam eliminar as distorções causadas pela inflação, sem agravar a situação do contribuinte. A Lei criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN)²⁵, que além de cobrir o déficit público por meio de financiamento não inflacionário, serviam também para determinar o índice de correção monetária e possibilitar operações de mercado aberto. Paralelamente às ORTN instalou-se um amplo sistema de controle de preços tendo por base a indexação, que passou a controlar a maioria dos contratos dos mais diversos tipos. Essa inovação procurou minimizar os efeitos da inflação, contribuindo para a formação de um Mercado de Capitais mais forte e sofisticado.
- Sistema Financeiro de Habitação (Lei 4.380, de 08/1964): instituído com a finalidade de atuar como uma espécie de banco central das instituições voltadas ao financiamento da construção civil, regulando e fiscalizando os agentes do sistema, além de prestar serviços como assistência à liquidez e atuar como banco de desenvolvimento e fomento. Visava o financiamento do setor, o que foi verificado com a criação de novos títulos, tais como as Letras Imobiliárias, que tornaram-se importante instrumento de captação de recursos, e os crescentes depósitos em cadernetas de poupança habitacionais.
- Reforma Bancária (Lei 4.595, de 12/1964): reforma completa do sistema financeiro nacional, dispondo sobre as instituições monetárias, bancárias e creditícias. A Lei estruturou o sistema financeiro nacional por meio da enumeração de seus participantes; criou o Conselho Monetário Nacional²⁶ e o Banco Central do Brasil²⁷,

²⁵ Títulos negociável da dívida pública pós-fixados de longo prazo, que rende juros e correção monetária mensal de acordo com os índices oficiais de inflação. Em fevereiro de 1986, com a adoção do Plano Cruzado, a ORTN foi substituída pela OTN (Obrigação do Tesouro Nacional).

²⁶ CMN – substituiu o Conselho da SUMOC e passou a ser a autoridade máxima do sistema financeiro nacional. Sua função é exclusivamente deliberativa e a Lei conferiu as competências do Conselho.

estabelecendo a política, a competência, a constituição, a administração e as receitas de cada um; conceituou as instituições financeiras e estabeleceu as regras de atuação e competência de cada uma, além de dispor sobre as penalidades aplicáveis aos administradores das instituições financeiras. Também determinou os objetivos da política da Moeda e do Crédito. Contudo, essa Lei restringiu-se aos aspectos gerais da política monetária e creditícia. O SFN passou a ter a seguinte estrutura: Conselho Monetário Nacional; Banco Central; Banco do Brasil; Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e demais instituições financeiras públicas e privadas.

- Lei do Mercado de Capitais (Lei 4.728, de 07/1965): visava reorganizar o mercado de capitais, deturpado pelo processo inflacionário. Aumentou a função do Banco Central e do CMN, atribuindo a este a disciplina do Mercado e àquele a sua regulamentação e fiscalização. Definiu a emissão e distribuição de títulos nos mercados financeiros e de capitais. Disciplinou a publicidade da situação econômica e financeira das sociedades de ações e instituiu novos instrumentos para a aplicação do capital²⁸. Criou também os Bancos de Investimentos para a concessão de crédito a médio e longo prazos. A Lei também disciplinou as Sociedades de Investimento e as subordinou ao Banco Central. Autorizou o Poder Executivo a promover a alienação de ações de propriedade da União, desde que mantivesse 51%, a fim de assegurar o controle estatal. Previu incentivos especiais na compra de ações para desenvolver o mercado acionário e regulou ainda diversos instrumentos importantes ao mercado de capitais no Brasil.
- Regulamentação de Seguros (Decreto-Lei nº 73, de 21/11/1966), que entre outras medidas, articulou o Sistema Nacional de Seguros

²⁷ BACEN – órgão executivo central do sistema financeiro, cabendo-lhe cumprir as disposições que regulam o funcionamento do sistema e as normas expedidas pelo CMN.

²⁸ Como exemplo, as ações e debêntures transferidas por endosso, ao portador ou endossáveis, e a emissão de debêntures, assegurando aos respectivos titulares o direito de convertê-las em ações da sociedade emissora.

Privados, criando o Conselho Nacional de Seguros Privados, como órgão deliberativo do Sistema; a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), que funciona como órgão controlador e fiscalizador das Sociedades Seguradoras; o Instituto de Resseguros do Brasil (IRB), com a finalidade de regular o coseguro, resseguro e a retrocessão e desenvolver as operações de seguro.

- Sociedade de Capitalização (Decreto-Lei nº 261, de 28/02/1967): sociedades com objetivo de fornecer ao público a constituição de capital mínimo, pago em moeda corrente, à pessoa que possuir um título, segundo cláusulas e regras aprovadas e mencionadas no próprio título. Foi criado o Sistema Nacional de Capitalização para fixar diretrizes e controlar as Sociedades.

A década de 1960 modificou a estrutura do sistema financeiro nacional até então existente, tendo-se verificado neste período, além da expansão dos bancos comerciais, o advento, a regulamentação e estruturação de outras instituições financeiras, o que trouxe uma estrutura mais equilibrada ao Sistema.

As alterações na legislação acerca do Sistema Financeiro Nacional, ao final da década, levaram-no à seguinte estrutura:

- Bancos Comerciais e Caixas Econômicas: responsáveis por operações típicas de capital de giro de curto prazo;
- Sociedades financeiras: realização de operações de financiamento de bens de consumo duráveis;
- Banco Nacional de Habitação (BNH), Sociedades de Crédito Imobiliário, Associações de Poupança e Empréstimo: operações de financiamento habitacional;
- Sociedades Seguradoras e Sociedades de Capitalização: cuidar de Seguro e Capitalização;
- Bancos de Investimento, BNDE, Banco do Nordeste, Banco da Amazônia, Banco Nacional de Crédito Cooperativo e Bancos de Desenvolvimento dos Estados: fornece financiamento a médio e longo prazos;

- Sociedades Corretoras ou Distribuidoras de títulos e valores mobiliários: intermediar títulos e valores mobiliários.

Os reflexos da reestruturação não tardaram, e o período seguinte foi bastante promissor, sobretudo para a economia. Há uma certa unanimidade entre os autores em afirmar que a década de 1960 foi um período de grandes avanços na reestruturação do sistema financeiro, e possibilitou a entrada de capitais e atuou como facilitador das mudanças ocorridas nos anos seguintes, com o “Milagre” brasileiro, e mais tarde, a liberalização financeira e comercial.

3. DÉCADA DE 1970: AS CRISES INTERNACIONAIS E O ENFORCAMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

A década de 1970 pode ser dividida em duas fases: até 1973, com o período do “Milagre Econômico”, e de 1973 a 1979, com a manutenção forçada do crescimento por vontade política do governo militar, contrária à tendência mundial de retração.

De 1968 a 1973, período do Milagre Econômico, as taxas anuais médias de crescimento foram da ordem de 10,5%, obtendo-se um crescimento acumulado de 62% em 1973 [AND, 1999]. No período houve redução da inflação e o mercado de ações teve um “boom” em 1971, ano em que o BACEN aprovou 291 emissões de ações. Contudo, a partir de 1971, o mercado começou a se acomodar e os preços das ações, ao contrário das altas recordes anteriores, caíram rápida e vertiginosamente, provocando forte queda no volume de negócios e crise no mercado financeiro.

Esse também foi o período do crescimento desordenado do endividamento externo. Como vimos no Capítulo I, nessa fase havia excesso de crédito no sistema financeiro internacional, a juros muito baixos, às vezes até negativos, e a justificativa oficial do governo brasileiro para dispor desses empréstimos era a necessidade de recorrer a recursos externos para financiar o desenvolvimento interno. As restrições ao ingresso e permanência do capital estrangeiro foram desaparecendo aos poucos. Os empréstimos passaram a ser a principal fonte de recursos externos e a emissão de títulos estava em baixa

devida à baixa credibilidade do Brasil por causa, em parte, das sucessivas crises econômicas e políticas ocorridas nos anos anteriores. Somente em 1972 a emissão passou a ser utilizada como forma de captação de recursos.

Em 1970 foram regulamentados os Fundos Mútuos de Investimento (Resolução 145, 14/04/1970), que reuniam divisas de diversos investidores, por meio da emissão de títulos próprios, com o objetivo de adquirir ativos individuais e obter as vantagens decorrentes. Esses Fundos tiveram um crescimento considerável, mas somente na década de 1980, com a evolução das Bolsas de Valores, esses Fundos passaram a ter grande importância no mercado financeiro.

Foram também regulamentados os Consórcios (Lei 5.768, 20/12/1971 e Decretos 70.951, de 09/08/1972; e 72.411, de 27/06/1973), por meio dos quais um conjunto de pessoas, físicas ou jurídicas, formavam um grupo fechado com a finalidade de acumular poupança para adquirir bens, direitos e serviços. Em 1972 foi criada o SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia para simplificar a sistemática de negociação e custódia dos títulos públicos no mercado aberto. Por meio do SELIC²⁹ foi possível estabelecer um controle maior sobre as reservas bancárias e em caso de inadimplência, a operação não se concretizava. Houve enorme ganho em eficiência e agilidade e a eliminação total dos riscos.

Mas o rápido crescimento ocorrido durante o Milagre Econômico mostrou os primeiros sinais de problemas no final de 1973. O Brasil tornou-se muito vulnerável às oscilações do mercado internacional, pois era bastante dependente do crédito e dos humores do mercado externo. Com o primeiro choque do petróleo, houve aumento do valor das importações e iniciou a aceleração inflacionária. O mercado de títulos paralisou, e os recursos estrangeiros, com a alta do petróleo, migraram em massa para os países árabes.

²⁹ Atualmente é utilizado para custódia, movimentação, resgates, ofertas públicas e respectivas liquidações financeiras de títulos públicos no mercado aberto brasileiro. Permite o registro de títulos e depósitos interfinanceiros e a interligação de todas as instituições entre si e com as redes de informações e serviços do sistema financeiro nacional.

O crescimento da taxa de inflação e a queda do mercado de títulos resultaram na fuga dos poupadores. Com isso, as empresas se endividaram mais para manter a produção e o crescimento, o que agravou o quadro inflacionário.

Entre 1974 e 1976, por meio de incentivos fiscais e de maior regulamentação, procurou-se trazer de volta os investidores. No final de 1976 foi criada a Comissão de Valores Mobiliários – CVM e a nova lei das Sociedades Anônimas. Também nesse ano iniciou-se a colocação de títulos de empresas brasileiras no mercado internacional de títulos da dívida, atingindo, em 1978, quase US\$ 1 bilhão. Mas esse mercado ainda era muito inexpressivo na captação de recursos. No mesmo período, por exemplo, as operações de crédito junto ao sistema bancário internacional somaram US\$ 75 bilhões.

A partir de 1974 ocorreram importantes regulamentações, que alteraram o sistema financeiro nacional: foi regulamentada a Intervenção e Liquidação Extrajudicial (Lei nº 6.024, de 13/05/1974); as Reservas Monetárias (Decreto-Lei nº 1.342, de 28/08/1974); o Leasing (Lei 6.099, de 12/09/1974); os Fundos de Investimento com Incentivos Fiscais (Decreto-Lei nº 1.376, de 12/12/1974); as Sociedades de Investimento – Capital Estrangeiro (Decreto-Lei 1.401, de 07/05/75); criação e regulamentação da CVM (Lei nº 6.385, de 07/12/1976) e a nova Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 15/12/1976);

Essa década também foi marcada por importantes modificações no sistema financeiro nacional, que ocorreram para fazer frente às mudanças no cenário internacional e à necessidade do Brasil se adequar a elas. Por exemplo, no início da década o mercado de capitais, era mais voltado ao investidor pessoa física. Ao final, esse quadro havia se invertido.

O instrumento de correção monetária tornou-se importante, a princípio, no combate à inflação, mas quando ela ficou descontrolada, já não se mostrava eficiente. A maioria dos mecanismos criados na década de 1970 para desenvolver o sistema financeiro nacional mostraram-se inoperantes durante as crises externas e de instabilidade interna e, mais tarde, constituíram-se em entraves ao desembaraço da crise que se instalou.

O setor financeiro privado passou por um período de extrema instabilidade, pois tinha poucas condições de concorrer com o Estado e não operava com correção monetária. Ao final da década sofre uma forte crise de liquidez devido à inflação descompensada, o que levou vários bancos à quebra, obrigando o Banco Central a injetar recursos como auxílio às instituições. Como o Estado era o único setor que tomava recursos indexados pela correção monetária, ampliou e passou a controlar a maior parte da parcela de poupança financeira, dificultando a atuação do setor financeiro privado e provocando graves distorções no sistema financeiro.

Em 1979, a segunda crise do petróleo revelou novamente o quão vulnerável era a economia brasileira às crises internacionais. A situação interna de instabilidade e inflação alta já era preocupante, e aliada à elevação brusca das taxas de juros internacionais, que elevou assustadoramente a dívida brasileira, instalou-se uma crise interna grave, sobretudo no câmbio brasileiro.

Os recursos financeiros externos desapareceram de vez, obrigando o governo a buscar recursos no mercado financeiro interno, provocando um processo inflacionário sem precedentes e uma forte pressão sobre a taxa de juros.

Com a economia indexada e as taxas de juros elevadas, o crescimento e desenvolvimento paralisaram. Os entraves para a retomada do crescimento passaram a ser representados pelos principais instrumentos utilizados até então como sustentadores do crescimento, tais como o mecanismo de correção monetária, que passou a ser aplicado generalizadamente devido à instabilidade provocada pela inflação, e o sistema financeiro fechado, considerado o maior entrave no crescimento e integração ao mercado financeiro internacional e na captação de recursos e investimentos externos para financiamento interno. Essa crise perdurou por anos, adentrando inclusive, a década de 1980.

4. DÉCADA DE 1980: A ESTAGNAÇÃO ECONÔMICA E O RETROCESSO

“O Brasil iniciou a década de 80 despreparado para os desafios que enfrentaria. Mesmo após dois choques do petróleo, elevação dos juros internacionais e contração do comércio, o Governo manteve sua política econômica de captação de recursos externos para financiar seus gastos internos e seu crescimento” [AND, 1999]. O resultado foi bastante penoso para a economia como um todo, que andava em círculos, sem sair do lugar.

No campo político, a década de 1980, até início de 1990, foi bastante tumultuada para o Brasil. Ficou marcada como a década dos sucessivos planos econômicos – com cada plano procurando corrigir os erros praticados no plano anterior – forte instabilidade e inflação, deterioração das contas públicas, problemas cambiais e renegociações da dívida externa.

A estabilidade monetária e fiscal, um dos requisitos fundamentais para o desenvolvimento de um sistema financeiro equilibrado, estava longe de ocorrer no Brasil. Em 1980 iniciou-se um processo de ajustamento externo, o que piorou a situação, em 1982, houve suspensão de créditos externos e fuga em massa dos capitais estrangeiros, deixando o setor público totalmente dependente de escassos recursos internos.

O FMI passou a ser o regulador do ajustamento dos países que necessitavam de crédito. No caso brasileiro, o Fundo impôs uma série de medidas como a contenção do consumo interno, por meio da elevação das taxas de juros internas e redução dos salários, e por outro, a elevação do consumo interno por meio da maxidesvalorização da moeda e promoção das exportações com subsídios e incentivos.

A princípio, as medidas conseguiram reverter o déficit da balança comercial e o superávit alcançado conteve a recessão que iniciou em 1983. Contudo, não foi capaz de conter a inflação, ajustar as contas internas e retomar o crescimento interno, e o resultado foi novo estado recessivo.

Surgiram como alternativas à obtenção de recursos, o aumento da carga tributária e a emissão de moeda por meio da venda de títulos da dívida pública. Ambas eram inviáveis, a primeira por causa da recessão e dos tributos elevados já existentes, e a última porque piorava o quadro inflacionário e o endividamento interno para pagamento da dívida externa. Optou-se pela

emissão, o que não ajudou muito, pois os títulos públicos conseguiam cada vez menos prazos e pagavam mais juros.

Em 1982 o Governo reformulou o BNDES³⁰ visando fomentar o mercado acionário. Esse Banco atuava adquirindo temporariamente ações de empresas com necessidade de capital, sem deter o controle, comprando ações e debêntures, fazendo as vezes de investidor privado. A partir de 1984 as bolsas de valores voltaram a ter altas.

Em 1985, após muitos anos de ditadura, assume José Sarney, e seu governo caracterizou-se como o início da transição do modelo de desenvolvimento autoritário estatal para o liberal, mas não foi essencialmente nenhuma coisa, nem outra. No início de seu governo são anunciados planos de estabilização econômica, que já nasceram fadados ao fracasso, uma vez que precisavam estar acompanhados de reformas institucionais do Estado para obterem êxito, que não aconteceram.

Em 1986 o governo anuncia o Plano Cruzado, fixa a taxa de câmbio, congela os preços e aumenta os salários. A inflação declinou fortemente e houve um estouro no consumo do país, apontado posteriormente como o responsável pelo fracasso do Plano. Com inflação zero e o governo se desdobrando para manter o congelamento, a situação externa e fiscal do país pioram. Era necessária uma reforma administrativa, o que levaria tempo. Não era possível aumentar a tributação e a solução foi renegociar a dívida. Em um ano os preços voltaram a subir, o governo não conseguiu conter os gastos públicos, a disponibilidade de reservas em moeda estrangeira atingiu um nível insustentável e a crise cambial se instalou. Ainda na tentativa de salvar o Plano, tentaram remendá-lo, sem êxitos, com outro plano.

Em novembro de 1986 foi lançado Plano Cruzado II, que visava aumentar a receita, por meio da elevação das tarifas e impostos. Na tentativa de desindexar os preços, o governo trouxe de volta a correção monetária, extinta com a inflação zero. Em fevereiro de 1987 os preços estouraram e a indexação voltou pior do que antes, com os salários sendo reajustados mensalmente. Para conter os gastos públicos, foi decretada moratória da

³⁰ Foi acrescido o “S” e passou a se chamar Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

dívida, o que piorou a situação, pois os credores passaram a pressionar, o crédito desapareceu e tanto a confiança interna como a externa ficaram extremamente abaladas. Instalou-se um preocupante estado recessivo no país, com índices alarmantes.

Em 1987 veio o Plano Bresser, que estabeleceu novo congelamento de preços e salários, e desvalorização cambial de 9,5% [AND, 1999]. A inflação caiu e os superávits cresceram. O Brasil voltou à renegociar a dívida externa. No entanto, como não conseguiu conter os gastos públicos, a inflação retornou ao final do mesmo ano.

Em 1988 foi promulgada a Constituição da República, anunciada como o ponto de partida de importantes mudanças em todos os setores, sobretudo na política econômica do país.

Em janeiro de 1989 foi suspensa a moratória e realizados diversos acordos com o FMI e o Banco Mundial, visando o refinanciamento da dívida. Nesse período a inflação estava em torno de 30% ao mês. Foi anunciado o Plano Verão, que fixou o câmbio em US\$ 1,00 = Cr\$ 1,00, após desvalorização de 18%. Após dois meses do Plano, a inflação voltou a subir novamente, a níveis ainda maiores. “O Governo não realizou as necessárias medidas fiscais para reduzir o déficit público e, ao invés de reduzir as taxas de juros, elevou-as a níveis sem precedentes. Além disso, a ausência completa de apoio dos credores externos e o câmbio fixo contribuíram para que a inflação atingisse o patamar quase hiperinflacionário de 80% a.m. e a moeda nacional atingisse uma sobrevalorização de cerca de 15% a 25%” [AND, 1999].

Esse foi o último plano do Governo Sarney. Aproximavam-se as primeiras eleições com voto direto. Houve profunda deterioração das contas públicas, aumento dos déficits e do endividamento interno. Todos os planos haviam fracassado, mas as tentativas serviram de aprendizado para que não fossem repetidos.

Dentre as mudanças ocorridas na década de 1980 no sistema financeiro nacional, foram relevantes:

- a) Criação do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, com a finalidade de julgar, em segunda e última instâncias, os recursos

interpostos das decisões relativas à aplicação de penalidades administrativas;

- b) a criação do Mercado de Opções e Mercado Futuro (Instrução CVM nº 14, de 17/10/1980 e nº 17, de 11/12/1981): nesses mercados passaram, a existir, basicamente, três participantes – hedgers³¹, especuladores³² e arbitradores³³. A princípio, era vetada a atuação dos investidores institucionais nesse mercado, o que retardou o seu desenvolvimento.
- c) Reorganização das instituições financeiras oficiais;
- d) Criação da CETIP – Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos;
- e) Nova regulamentação das Sociedades Distribuidoras de títulos e valores mobiliários;
- f) Legislação sobre Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional;
- g) Regulamentação dos Fundos de Conversão da Dívida;
- h) Novas regras sobre investimentos externos, inclusive na Constituição Federal de 1988, com o Art. 192, que instituiu normas constitucionais referentes ao Sistema Financeiro Nacional, tendo como objetivos básicos promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade. A regulamentação específica ficaria a cargo de lei complementar;
- i) Flexibilização das regras do mercado de capitais;
- j) Alteração na Lei das Sociedades Anônimas, etc.

Ao final da década de 80, a preocupação do governo era o combate à inflação, pois o processo no Brasil encontrava-se descontrolado, e em constante crescimento. Nesta década foram regulamentadas as operações a futuro e com opções, o que aumentou as negociações com derivativos.

³¹ Participantes que visam garantia ou proteção, pois não desejam ficar expostos a movimentos adversos no preço de um ativo. Hedging é o ato de tomar uma posição em futuros oposta à posição assumida no mercado à vista [AND, 1999].

³² Participantes que compram ou vendem certo ativo com o único objetivo de fazer lucros, por meio da variação de preços no tempo.

³³ Participantes do mercado que buscam tirar proveito da diferença de preço entre dois ativos ou entre dois ou mais mercados, travando um lucro sem riscos através de transações simultâneas em dois ou mais mercados. A arbitragem pode envolver operações com ativos, seus futuros e suas opções.

O Brasil apresentava uma economia fechada, tanto em relação às importações como em relação aos investimentos estrangeiros, em oposição à globalização que se espalhava pelo mundo à época. “Em 1987, teve início uma tímida abertura econômica do Brasil. A flexibilização gradual da legislação e o acordo da dívida externa encerraram um ciclo em que o mercado de capitais era voltado apenas para o investidor nacional. Entretanto, a década de 80 ainda ficou caracterizadas pelas conversões de dívida externa como principal componente do investimento estrangeiro no Brasil” [AND, 1999].

As transformações no sistema internacional foram em grande parte responsáveis pelas transformações ocorridas no Brasil a partir de 1987, especialmente a queda substancial das taxas de juros nos países desenvolvidos, que levaram os investidores a procurar melhores oportunidades de retorno nos países em desenvolvimento. Para captar investimentos, o Brasil foi obrigado a desregulamentar seu sistema financeiro e, por meio de arroxo interno, tornar-se um mercado atrativo, como veremos no próximo capítulo.

CAPÍTULO III – A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA

Segundo Montiel, [MAG, 2000], uma definição de abertura financeira é dada onde a “lei de um preço rege um dado ativo financeiro, isto é, residentes domésticos e estrangeiros comercializam ativos idênticos sobre o mesmo preço, e, para isso, basta que não existam barreiras ao movimento de capitais”. Ainda o mesmo autor afirma que “um dos fatos que faz que muitos economistas acreditem que os países industrializados são altamente integrados financeiramente é o grande fluxo financeiro bruto entre eles”.

O processo de desregulamentação financeira foi iniciado nos EUA, em 1960, mas somente na década de 1990, por meio do Consenso de Washington, como vimos no capítulo II, passou a ser implementado nas políticas dos países latino-americanos.

O Brasil, entre os anos de 1974 a 1988, foi uma das economias mais fechadas do mundo, com o intuito de atingir autonomia a qualquer custo, optando por uma política de industrialização rápida, que não só ficou no plano das intenções como veio a comprometer o crescimento nos anos 90 (SIL, 2003).

Com esse fechamento nos anos 1980, a inserção do Brasil no mercado internacional reduziu-se dramaticamente. Entre 1980 e 1987 o grau de abertura da economia brasileira se reduziu em 42% (de 9,4% para 6,6% do PIB, respectivamente [SIL, 2002]), interferindo de forma direta na competitividade da economia. O país adentrou a década de 1990 com as reservas quase esgotadas, com uma economia fragilizada pelas crises e desacreditada nos cenários interno e internacional.

Durante a década de 1980, o PIB brasileiro cresceu apenas 1,7% ao ano e o PIB per capita declinou 4,3%, reflexo da dívida e crises externas, dos elevados déficits públicos e da inflação totalmente descontrolada. Ao final dos anos 1980 o déficit fiscal atingiu 7% do PIB³⁴. A crise do setor público atingiu as empresas estatais e o Estado paralisou.

³⁴ Fonte pesquisada: Ministério do Planejamento, por WWW. Ver *Bibliografia*.

Na esfera política, o Brasil passava por um momento muito delicado no início da década, após sucessivos planos econômicos fracassados, baixos índices de crescimento, péssima distribuição de renda e enorme dívida a pagar. Para piorar esse quadro, era crescente o sentimento de descrença e falta de clareza no que deveria ser feito para mudar o quadro de estagnação apresentada.

A situação internacional era de recessão das economias centrais e baixas taxas de juros, quadro resultante da chamada “década perdida”³⁵. Os fluxos de IED (Investimento Externo Direto) não chegavam à países subdesenvolvidos e endividados, como era o caso brasileiro. Faziam-se necessárias mudanças estruturais drásticas na economia, para que ela saísse do quadro recessivo, inflacionário e vicioso em que se encontrava.

Os anos 1990 foram bastante tumultuados, sobretudo na primeira metade, mas as transformações dos primeiros anos permitiram a implementação da abertura econômica e financeira, conforme os ditames neoliberais que varriam os países latino-americanos.

1. AS POLÍTICAS DE ABERTURA DO SISTEMA FINANCEIRO

“O início dos anos 90 foi marcado pelo período de transição do Governo Sarney para o governo Collor. No final do Governo Sarney, beirou-se à hiperinflação – o dinheiro perdia valor, em média, a 2% ao dia e a economia era totalmente indexada. A política monetária era passiva: manutenção da taxa de juros alta e estável (para evitar especulação) e ineficiência do uso das reservas monetárias como instrumento de política monetária, devido à redução das operações de empréstimo do sistema financeiro. O único instrumento que restava ao governo era o mercado aberto. O BACEN formava taxa diárias de *overnight*³⁶, com base na expectativa de inflação corrente, o que tornava a

³⁵ Como ficou conhecida a década de 1980, em que os países ficaram estagnados, e o Brasil foi afetado por sucessivas crises econômicas, inflação alta e recessão.

³⁶ Operações realizadas diariamente pelos bancos no mercado aberto, para obter recursos para financiar as suas posições em títulos públicos. Repassam esses títulos aos investidores com o compromisso de recomprá-los no dia seguinte, pagando uma taxa diária. Estas operações estão restritas às instituições financeiras.

indexação sem limites. O déficit público atingiu 8% do PIB, com o agravante da falta de credibilidade do Governo. As despesas não podiam mais ser custeadas pela emissão de novos títulos públicos, porque o mercado não absorvia mas a dívida. Para pagar suas dívidas, o Governo emitia moeda, o que piorava a inflação.” [AND, 1999]

Foi nesse contexto que assumiu, em 15 de março de 1990, Fernando Collor de Mello, primeiro Presidente da República eleito pelo voto direto do povo. Com o apoio das elites e da mídia, elegeu-se prometendo mudanças drásticas no país, transformando-o em um país desenvolvido.

No dia 16 de março, anuncia o Plano Collor, que tinha como objetivo pôr fim a crise, ajustar a economia – diminuindo a intervenção do Estado como agente regulador – e elevar o país ao patamar de país de primeiro mundo. Substitui o Cruzado Novo, a moeda vigente, pelo Cruzeiro e bloqueia (confisca) por 18 meses os valores líquidos em aplicações financeiras e contas correntes, cadernetas de poupança e demais investimentos no país inteiro; tabela os preços, para depois liberá-los gradativamente; congela os salários para serem negociados posteriormente entre patrões e empregados; aumenta os impostos e tarifas, e cria outros tributos diversos; suspende incentivos fiscais não garantidos pela Constituição; anuncia corte brusco nos gastos públicos e redução da máquina do Estado, com demissão de funcionários, extinção de autarquias e fundações e privatização de empresas estatais, e facilita a entrada de mercadorias e capitais estrangeiros no país e abre o mercado interno à competição externa, com redução gradativa das alíquotas de importação.

As empresas foram surpreendidas e, sem liquidez, pressionam o governo, que começa a liberar gradativamente o dinheiro aos grandes empresários, para pagamentos de taxas, impostos municipais e estaduais, folhas de pagamento e contribuições previdenciárias, porém o dinheiro dos poupadores individuais permanece retido. Essa liberação foi feita de forma desproporcional entre os setores da economia, o que levou a uma expansão de liquidez e, segundo alguns autores, foi a responsável pelo retorno da inflação.

O Plano tirou o dinheiro de circulação e, com isso, reduziu a inflação, mas também mergulhou o país em um processo recessivo sem precedentes. O

nível de produção cai drasticamente e, em abril de 1990, já é 26% inferior ao de abril de 1989. As empresas reduzem a jornada de trabalho e os salários ou simplesmente demitem funcionários. Só no estado de São Paulo ocorrem mais de 170 mil demissões nos primeiros seis meses de 1990 e o Produto Interno Bruto cai de US\$ 453 bilhões em 1989 para US\$ 433 bilhões em 1990³⁷.

Em dezembro de 1990 a inflação voltou com um índice mensal de 19,39%, com acumulado no ano de 1.198%, e o governo toma novas medidas: decreta o Plano Collor II, em janeiro de 1991. Tinha como objetivo controlar a circulação financeira, extinguindo as operações de *overnight* e criando o Fundo de Aplicações Financeiras (FAF)³⁸, onde centraliza todas as operações de curto prazo, acaba com o Bônus do Tesouro Nacional fiscal (BTNf), usado pelo mercado para indexar preços. Passa a usar a Taxa Referencial Diária (TRD) com juros prefixados e aumenta o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e a praticar uma política de juros altos. Faz um grande esforço no sentido de desindexar a economia, tentando mais um congelamento de preços e salários e adotando um deflator para contratos. Cria um cronograma de redução de tarifas de importação, acreditando que o aumento da concorrência no setor industrial poderia segurar a inflação.

De fato, em 1991 a inflação reduziu para 481% ao ano, e no final de 1992 a economia começou a dar os primeiros sinais de recuperação, após um penoso processo de reestruturação das indústrias, que foram obrigadas, pela concorrência gerada com a abertura do mercado brasileiro aos produtos importados, a investir alto em modernização do processo produtivo, qualidade e alta produtividade [AND, 1999].

Em 1992, em virtude de uma série de escândalos políticos, acontece o *impeachment* de Collor, e assume o seu vice, Itamar Franco, que não fez grandes alterações na política econômica do país, e basicamente deu continuidade à política de abertura, sem grandes impactos na economia. Em 1994 ele nomeia ministro da Fazenda o chanceler Fernando Henrique

³⁷ Fonte: Enciclopédia Brasileira – História do Brasil, por WWW. Ver *Bibliografia*.

³⁸ Fundo criado pelo plano Collor II em substituição aos fundos de curto prazo, inclusive o *open* e o *over*. As taxas de remuneração dos FAFs deveriam ser iguais às da TR, substituindo com vantagens as aplicações de curto prazo anteriores.

Cardoso, que propõe à nação o Plano Real, um Plano de Estabilização Econômica considerado diferente de todos os demais planos econômicos.

O Plano Real instituiu novos instrumentos de política macroeconômica, como a taxa de câmbio e a poupança externa. Como a abertura comercial e financeira ao exterior já estava bastante adiantada em meados da década, e com a estabilização de preços resultantes do Plano, houve um superávit do Balanço de Pagamentos, o que abriu a possibilidade de fazer uso de âncora cambial³⁹ e âncora fiscal⁴⁰.

O Plano obteve sucesso e, graças a ele, seu proponente tornou-se Presidente da República por dois mandatos seguidos. FHC, intelectual e sociólogo, tinha forte influência da corrente neoliberal, e tinha como objetivo reduzir a participação estatal nas atividades econômicas. Conseguiu forte apoio do Congresso Nacional e promoveu uma ampla reforma na estrutura do Estado, entre elas, pôs fim à discriminação constitucional em relação a empresas de capital estrangeiro e regulou as concessões de serviços públicos, transferindo-os para a iniciativa privada (eletricidade, rodovias, ferrovias, etc). Promoveu amplo processo de privatizações, sustentadas pelas alterações legislativas ocorridas no período de Collor.

Adotou, em seu governo, uma série de políticas neoliberais. Manteve o câmbio sobrevalorizado frente ao dólar, de forma a estabilizar os preços internos e pressioná-los para baixo pelo estímulo à concorrência oriunda da abertura aos produtos importados. Preservou e ampliou a abertura comercial, permitindo a renovação do parque industrial, que resultou em maior produtividade e competitividade nas exportações. Adotou políticas de juros altos para atrair capital estrangeiro e reduzir o nível de atividade econômica interna, evitando assim que o preço das importações provocasse maior desequilíbrio nas contas externas. Realizou ajuste fiscal progressivo, baseado na recuperação da carga tributária, no controle progressivo dos gastos públicos e em reformas estruturais (previdência, administrativa e tributária) que equilibrassem as contas públicas [SAL, 2001].

³⁹ Que fixava a taxa cambial em 1 real para 1 dólar e limitava a expansão da base monetária, incentivando o ingresso de capital externo para financiar o déficit público.

O resultado foi imediato. A sobrevalorização da moeda estancou de forma drástica a inflação, o que aumentou extraordinariamente a renda disponível e a demanda das camadas mais pobres da população. A economia, que já mostrava um leve aquecimento desde 1992, apresentou um crescimento bastante elevado.

No governo de Fernando Henrique Cardoso, com Armínio Fraga Neto a frente do Banco Central, o processo de liberalização dos movimentos de capitais, iniciado no governo Collor, foi completado. “A abertura financeira da economia brasileira liberalizou de forma significativa os movimentos de capitais entre País e o exterior, ao reduzir as barreiras até então existentes aos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico e viabilizar o acesso dos residentes às novas modalidades de financiamento externo (emissão de títulos e ações no mercado internacional de capitais, cuja contrapartida são os investimentos de portfólio dos investidores não residentes no mercado financeiro internacional). Contudo, somente em 2000 [...] o processo de liberalização e desregulamentação da conta de capital do Balanço de Pagamentos foi finalizado” [FRE, 2002].

1.1. O PLANO REAL

Após várias tentativas fracassadas de estabilização econômica, em julho de 1994, a implementação do Real como plano econômico finalmente obteve êxito, estabilizando os preços internos por meio de âncora cambial, que estabelecia o valor de R\$ 1,00 = US\$ 1,00. Ao ser implantado o plano Real se serviu de duas bases principais: as políticas monetária e cambial⁴¹. A primeira foi usada pelo governo como instrumento de controle dos meios de pagamentos; a segunda trata do controle das relações comerciais entre o Brasil e o resto do mundo.

⁴⁰ Ajuste arrochado das contas públicas

⁴¹ A política monetária influencia a economia graças ao estoque de moeda e à taxa de juros. A política cambial conta com duas importantes variáveis: a taxa de câmbio e o saldo da balança de pagamentos, que se compõe de três elementos: saldo da balança comercial, de serviços e de capital.

Segundo Carneiro, “a estratégia de ‘desenvolvimento’ do Real apoiou-se em quatro supostos: a estabilidade de preços criou condições para o cálculo econômico de longo prazo, estimulando o investimento privado; a abertura comercial (e valorização cambial) impôs disciplina competitiva aos produtores domésticos, forçando-os a realizar ganhos substanciais de produtividade; as privatizações o investimento estrangeiro removeram gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura, reduzindo custos e melhorando a eficiência e; a liberalização cambial, associada à previsibilidade quanto à evolução da taxa real de câmbio, atraiu ‘poupança externa’ em escala suficiente para complementar o esforço de investimento doméstico e para financiar o déficit em conta corrente” [CAR, 2002].

De fato, as altas taxas de juros impostas pelo governo estimularam a entrada de capital estrangeiro e serviram para modificar estruturalmente o balanço de pagamentos e estabilizar os preços, mantendo o equilíbrio no volume de moeda em circulação, graças, basicamente, ao saldo deficitário da balança comercial. No início, a entrada de capital produziu um excedente de moedas em circulação, que, por sua vez, aumentou a demanda em virtude do volume de oferta constante.

“A abertura financeira, dessa forma, foi uma pré-condição *sine qua non* para a mudança do cenário macroeconômico. E a abertura comercial, associada a um câmbio com teto fixo, foi o que modificou o mecanismo de formação de preços da economia ao estabelecer um limite ao aumento dos preços dos comercializáveis produzidos no Brasil, por causa da entrada maciça de concorrentes estrangeiros via importação” [ANT, 2002].

O capital externo especulativo entrava eufórico com a relativa estabilização proporcionada pelo Plano Real e atraído pela lucratividade do mercado acionário brasileiro, cujas ações e títulos eram altamente rentáveis. . Esse capital, num primeiro momento do Plano Real, contribuiu para o equilíbrio da balança de pagamentos e das contas externas, e financiou o aumento do consumo interno, pois, entre outras coisas, financiou as empresas nacionais, que obtinham recursos nos mercados internacionais a custo muito menor que no

mercado interno, visando a expansão do crédito ao consumidor, desencadeando uma explosão de consumo.

Em contrapartida, a atração de capitais externos que se seguiu ao Plano Real valorizou a nova moeda, e verificou-se no período uma sobrevalorização da taxa de câmbio, como pode ser verificado na tabela abaixo:

TABELA 1 - TAXA DE CÂMBIO REAL BASEADA NO ÍNDICE NACIONAL DE PREÇO AO CONSUMIDOR - BRASIL - 1990-2000

ANO	1º TRIMESTRE	2º TRIMESTRE	3º TRIMESTRE	4º TRIMESTRE
1990	0,970	0,650	0,660	0,830
1991	0,850	0,800	0,770	0,900
1992	0,920	0,900	0,910	0,870
1993	0,860	0,850	0,810	0,790
1994	1,000	1,000	0,990	0,880
1995	0,860	0,860	0,850	0,840
1996	0,830	0,860	0,820	0,830
1997	0,840	0,840	0,850	0,870
1998	0,880	0,890	0,910	0,940
1999	1,000	0,960	102,600	102,960
2000	0,940	0,960	0,950	100,100

FONTE: Estadísticas Financieras Internacionales – Fondo Monetário Internacional; Direction of Trade Statistics Yearbook – International Monetary Fund *in* [GAR, 2003]

NOTAS: Foi utilizado o Índice Nacional de Preço ao Consumidor do IBGE, em como os índices de preço ao consumidor dos países que fazem parte desta pesquisa. O período 1990-93 tem como base a média do mês de dezembro/1988 = 1, 1994-98 tem como base a média do 2º trimestre/1994 = 1 e, para o período 1999-2000, a base é a média do 1º trimestre/1999=1.

“Os dados da tabela mostram duas fases da taxa de câmbio real, na década de 90. A primeira refere-se ao período 1990-1994, anterior ao Plano Real, com elevadas taxas de inflação, que provocam um processo permanente de defasagem cambial. Nesse período o saldo anual médio da balança comercial foi de US\$12,18 bilhões. A partir de 1994, principalmente após o segundo trimestre, a taxa de câmbio passa a ser utilizada como âncora para a política de estabilidade dos preços. Mesmo havendo uma redução drástica da inflação, a taxa de câmbio real se mantém sobrevalorizada, como pode ser

comprovado pela tabela relativa ao período 1994-2000, pois os ajustes do câmbio são contidos para garantir preços estáveis” [GAR, 2003].

O governo insistia em manter a moeda sobrevalorizada. Como consequência houve uma inversão do resultado do balanço de pagamentos, que passou de US\$ 11 bilhões de superávit para US\$ 3 bilhões de déficit entre 1994 e 1995. Ademais, a estabilização da economia trouxe novas distorções ao Sistema Financeiro. “A inflação alta permitia aos bancos obter elevados ganhos, independentemente do nível de eficácia. Grande parte da receita das instituições financeira era decorrente do mero trânsito de recursos. [...] Entretanto, com o fim da inflação, a situação se complicou. As instituições financeiras procuraram reduzir custos e ampliar suas operações para se adequarem à nova realidade” [AND, 1999].

Mas o maior impacto sobre o Real veio de fora, revelando a vulnerabilidade da economia brasileira, suscetível aos terremotos e crises do sistema financeiro internacional. “A crise mexicana do fim de 1994, a crise asiática de 1997 e a moratória da Rússia, de agosto de 1998, deram lugar a ataques especulativos. Em todas as situações críticas, o Brasil perdeu grande quantidade de reservas internacionais e o governo reagiu de forma similar: manteve a estabilidade da moeda, elevando drasticamente os juros para preservar reservas, para restringir a atividade econômica interna e o desequilíbrio externo” [SAL, 2001].

Com os sucessivos ataques especulativos, a manutenção do câmbio fixo tornou-se penosa para a economia brasileira, obrigando o Governo a adotar medidas compensatórias, inclusive uma leve desvalorização real da taxa cambial. Mas elas não foram suficientes para contrabalançar a fragilidade financeira externa, especialmente na medida em que a situação internacional tornou-se bem mais instável do que na época do lançamento do Plano Real. No início do segundo mandato de FHC, o governo foi obrigado a desvalorizar o câmbio, e a moeda passou a flutuar, com sucessivas intervenções do Banco Central para segurar a cotação e evitar uma fuga em massa dos dólares.

A manutenção do Real foi, em alguns períodos, bastante difícil para a equipe responsável pelas políticas macroeconômicas. Contudo, o Plano Real foi, sem dúvida, o mais acertado dos planos econômicos, trazendo estabilidade à economia e permitindo um crescimento real, sem a defasagem inflacionária dos preços e salários, e a estagnação econômica decorrente.

1.2. A ABERTURA DA CONTA DE CAPITAIS

Os avanços na área tecnológica, a criação de um mercado financeiro interligado e a tendência generalizada de desregulamentação das atividades dos mercados de capitais⁴² passaram a ser regra na nova ordem globalizada, e obrigaram o Brasil a fazer modificações em sua política monetária.

A partir de 1990, o Brasil passou a ter déficits crescentes na conta corrente e o enorme fluxo de capitais estrangeiros atraídos pela crescente estabilização da economia forçou o governo brasileiro a liberalizar seu sistema financeiro doméstico e a facilitar as transações financeiras com o resto do mundo. Mas para não alterar sua política monetária restritiva, a partir de 1993 o governo passou a exercer novos controles sobre as entradas de capitais de curto prazo, o chamado capital volátil⁴³, e por outro lado relaxou alguns controles anteriormente existentes sobre a saída de capitais, devido à conjuntura econômica da época.

O marco inicial da abertura financeira aconteceu ainda na década de 1980, com a promulgação da Constituição, em 1988. A Carta passou a permitir a presença de capital estrangeiro em setores como infra-estrutura e bancário. O Art. 192 previa a implementação de um sistema financeiro nacional estruturado, de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País. Como não definiu regras claras, seria regulado em lei complementar.

⁴² Mercado de Capitais é toda a rede de bolsas de valores e instituições financeiras (bancos, companhias de investimento e de seguro) que operam com compra e venda de papéis (ações, títulos de dívida em geral).

⁴³ Atraído pelo alto diferencial da taxa de juros doméstico e externo, que circula livremente, ganhando com as variações das taxas de juros

Em agosto de 1990 foi regulamentado o Programa Nacional de Desestatização (PND), influenciado pela onda Neoliberal de revisão do Estado que se alastrou pelo mundo e iniciou um processo intenso de privatizações. Ainda na década de 1980, o Brasil vendeu algumas empresas estatais, o que não proporcionou os bons resultados esperados no sentido de capitalizar o Estado. Com a Lei nº 8.031/90, que instituiu o PND, as privatizações tiveram grande impulso. Dentre os objetivos do governo com as privatizações estavam: reordenar a posição do Estado na economia e sanear as finanças públicas, contribuindo para a redução da dívida; modernizar o parque industrial, ampliando a competitividade e contribuindo para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas. De 1990 a 1992, 68 empresas foram incluídas no PND. Entre 1993 e 1994, 15 empresas foram desestatizadas [AND, 1999] e o processo foi intensificado, permitindo-se uma participação estrangeira em até 100% do capital votante. Mais tarde o programa foi ampliado e o PND passou a ser um dos principais instrumentos de reforma e capitalização do Estado.

As alterações dessa década foram fundamentais ao mercado financeiro. Foi regulamentada a oferta pública de Nota Promissória ou *Commercial Paper*⁴⁴ pelas sociedades por ações, com o intuito de captar recursos em mercado de balcão e em bolsa de valores. Foi instituído o Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078), que regula as relações de consumo e visa proteger o consumidor de práticas abusivas por parte, inclusive, dos agentes financeiros. Também foi regulamentada a Lei nº 8.137, que trata dos Crimes contra a Ordem Tributária, Econômica e contra as Relações de Consumo.

Em 1991, no âmbito do Sistema Financeiro Internacional, foi divulgado o Plano Diretor do Mercado de Capitais, com o objetivo de fomentar e desregulamentar o mercado, de acordo com a tendência internacional de desregulamentação e expansão do mercado de capitais, por meio de

⁴⁴ *Comercial paper* – Notas promissórias comerciais. Título de curto prazo, emitido por instituições não-financeiras, negociado em mercado secundário.

aplicações de *portfolio*⁴⁵, também nos países emergentes (na América Latina implementando o Consenso de Washington). O Plano Diretor apresentou uma cartilha de medidas⁴⁶ de desregulamentação e fomento do sistema financeiro e do mercado de capitais, entre elas:

- Incentivar a participação dos empregados no lucro da empresa e constituir poupança ou patrimônio líquido do trabalhador;
- Maior controle e participação na gestão das empresas por parte dos sócios mediante a emissão de ações ordinárias, valorização das preferências, melhoria na política de dividendos e proteção ao minoritário;
- Aumento da transparência das empresas;
- Maior eficiência na administração de recursos;
- Aperfeiçoamento do sistema de intermediação, incluindo bolsas e mercado de balcão;
- Agilização e redução dos custos de colocação dos valores mobiliários;
- Reavaliação das funções de desenvolvimento e fiscalização do mercado de capitais e reestruturação da CVM;
- Agilização da Justiça e;
- Flexibilização de mecanismo de captação de poupança externa, caminhando gradualmente para a abertura do mercado ao exterior.

Em 1991 foi autorizada (pelo Anexo IV da Resolução nº 1289/87) a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico (segmentos primário e secundário), sem critérios de composição, capital mínimo inicial e período de permanência. Nesse mesmo ano foram autorizadas aquisições de cotas de fundos de investimento, que se diferenciavam em relação às modalidades de aplicações permitidas (Fundos de Privatização-Capital Estrangeiro). Em 1993 foram criados Fundos de Renda Fixa Capital Estrangeiro, e em 1996, dois fundos de investimento constituídos

⁴⁵ Investimento de *portfolio* – capitais de curto prazo que caracterizam-se por elevada volatilidade e reversibilidade. Possuem liquidez imediata, investem no mercado financeiro, auferindo lucros entre as transações. Em outras palavras, capital especulativo.

⁴⁶ [DAT, 1999]

no país, e que foram abertos à participação estrangeira (Fundos de Investimento em Empresas Emergentes e Fundos de Investimento Imobiliário). Foram criadas e regulamentadas as contas CC-5 – Contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante: única modalidade de aplicação que não estava sujeita a restrições quanto ao tipo de aplicação⁴⁷.

Com relação à emissão de títulos no exterior, além dos eurobônus e euronotas, foi autorizada a emissão de novos títulos da dívida direta – *Commercial Papers*, *Export Securities*, Títulos e Debêntures Conversíveis em ações pelas empresas e Certificados de Depósitos pelas dependências externas dos bancos – e de Recibos de Depósitos ou *Depositary Receipt* (DR), que constitui um certificado representativo de ações de empresas estrangeiras emitidos e negociados nos mercados de capitais dos EUA (ADR) ou em diferentes mercados simultaneamente (GDR). Os investimentos estrangeiros por meio de DRs constituíam o Anexo V à Resolução nº 1289/87⁴⁸.

A partir de 1991, nos termos e fins previstos na Resolução 63, os bancos puderam emitir títulos de dívida. As modalidades de repasse desses recursos também foram ampliadas. Além dos empréstimos para a indústria, comércio e serviços, foram autorizados créditos com *funding* externo para os setores imobiliário e rural (em 1995) e para empresas exportadoras (em 1996).

Mas tarde, na gestão de Armínio Fraga⁴⁹, o governo extinguiu as diferentes modalidades de aplicação mediante o mercado de câmbio comercial⁵⁰, e instituiu uma nova modalidade de investimento no mercado financeiro, pela qual os investidores não-residentes têm acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes. Os investidores, tanto em renda fixa quanto em variável, precisam constituir um representante no país (e um co-representante, se este não for instituição financeira), responsável pela efetivação e atualização do registro bem como pelo fornecimento de informações ao Banco Central e à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O

⁴⁷ [FRE, 2002]

⁴⁸ *Idem*.

⁴⁹ Presidente do Banco Central do Brasil na Segunda gestão de Fernando Henrique Cardoso.

⁵⁰ Resolução 2689, de 26/10/00, com exceção do Anexo III, que regulamenta os investimentos estrangeiros de portfólio em fundos fechados, negociados em bolsas de valores estrangeiras.

representante também precisa efetuar o cadastramento ou recadastramento, que concede um código CVM individual para cada investidor. Somente após a posse desse código, os investidores podem aplicar dinheiro novo e realizar as transferências de recursos dos antigos instrumentos para a nova modalidade de aplicação⁵¹.

Em 2000, o Conselho Monetário Nacional (CMN) revogou 237 normativos que disciplinavam as operações de emissão de títulos de renda fixa no exterior. Foram eliminados a exigência de autorização do BACEN para qualquer tipo de captação de recursos – assim, o regime passou de autorizativo para declaratório – e o direcionamento compulsório dos repasses de recursos externos pelos bancos. A única restrição mantida foi a cobrança de IOF de 5% sobre as operações com prazo inferior a 90 dias⁵².

A desregulamentação também facilitou a bancos e empresas instaladas no país captar recursos no mercado internacional.

As principais alterações referentes ao mercado financeiro foram⁵³:

- A regulamentação dos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes – fundos constituídos em condomínio fechado, com duração máxima de 10 anos, com o objetivo de aplicar recursos em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, sendo vedado o investimento em grupo de sociedades com patrimônio líquido superior a R\$ 120 milhões. Foi criado como mecanismo de capitalização de pequenas e médias empresas brasileiras, que têm dificuldade em levantar recursos no mercado de capitais;
- Reestruturação das instituições financeiras e ratificação do Acordo da Basileia⁵⁴, com quatro anexos que reestruturaram as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN: Autorização para Funcionamento, Transferência de Controle Societário e Reorganização

⁵¹ [FRE, 2002]

⁵² Idem.

⁵³ Cronograma de alterações encontrado em [AND,1999].

⁵⁴ Acordo firmado na Basileia, Suíça, em 1988, pelos Bancos Centrais dos países que compõem o grupo dos dez, com o objetivo de enquadrar os agentes financeiros nacionais aos padrões de solvência e liquidez internacionais, definindo regras rígidas para participação no Sistema Financeiro Internacional.

das Instituições Financeiras e demais Instituições Autorizadas (Anexo I); Limites Mínimos de Capital Realizado e Patrimônio Líquido para as Instituições Financeiras e demais Instituições Autorizadas (Anexo II); Instalação e Funcionamento, no país, de Dependências de Instituições Financeiras e demais Instituições Autorizadas, tais como Agências, PAB – Posto de Atendimento Bancário, PAT – Posto de Atendimento Transitório, etc (Anexo III); e, por fim, o Anexo IV, que Estabelece a Obrigatoriedade de Manutenção, pelas Instituições Financeiras e demais Instituições Autorizadas, de Valor de Patrimônio Líquido, Ajustado na Forma da Regulamentação em Vigor, compatível com o Grau de Risco da Estrutura de seus Ativos.

- Regulamentação dos Fundos de Conversão – Capital Estrangeiro: comunhão de recursos, sob a forma de condomínio aberto, com o objetivo de aplicar em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários, por pessoas físicas ou jurídicas, residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, fundos ou outras entidades de investimento coletivo estrangeiro, sendo vedada sua colocação no mercado interno.
- Regulamentação dos Fundos de Investimento Financeiro – FIF e Fundos de Aplicações em Quotas de Fundos de Investimento: após o fim da inflação os fundos tiveram que se adaptar a novas regras. Passaram a ter regras idênticas para todos os investidores, que em conjunto visam auferir vantagens como melhores taxas, maior poder de barganha no mercado, rendimento com baixos recursos individuais, diversificação em carteira, acesso a modalidades de investimento não disponíveis a investidores individuais, redução de custos de administração da carteira, etc. Os fundos podem ser classificados: segundo a espécie (abertos ou fechados); segundo o prazo de duração (determinado ou indeterminado) e segundo a preponderância das aplicações, se fixas ou variáveis. A indústria de fundos teve uma explosão de crescimento nos últimos anos, representando 17% do PIB, número ainda modesto se comparado a 50% do PIB nos EUA.
- Emenda Constitucional nº 96, de 15/08/95: revogou o artigo 171 da Constituição Federal, eliminando a definição de empresa brasileira de

capital nacional e a possibilidade de a lei estabelecer proteção e benefícios especiais em relação à empresa brasileira de capital nacional. Deu nova redação ao artigo 176 que trata da atividade de mineração. Essa emenda foi um marco na abertura da economia brasileira e de setores até então monopolizados pelo Estado.

- Implementação do Proer – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional: com o fim da inflação os bancos reduziram drasticamente os lucros decorrentes das transações financeiras, e eles precisaram mostrar maior eficiência para obter ganhos. Além disso, o BACEN reduziu os ganhos com *floating*, obrigando os bancos a reduzir gastos, cobrar tarifas mais elevadas e aumentar os juros. Como resultado, dos 271 bancos que integravam o sistema financeiro no início do Plano Real, 48 passaram por ajustes que resultaram em transferência do controle acionário ou incorporação por outras instituições. A reestruturação dessas instituições financeiras tornou-se um desafio ao governo. Em 1995 foi criado o PROER, programa que previa um conjunto de incentivos fiscais, uma linha de crédito especial e flexibilização temporária quanto às exigências do acordo da Basileia para as instituições que dele vierem a participar, com vistas a assegurar liquidez e solvência ao Sistema Financeiro Nacional e a resguardar os interesses de depositantes e investidores. O PROER foi criado para ser usado em caráter preventivo, pois o Governo queria evitar o risco de crise sistêmica, resultado de um sistema financeiro aberto ao capital estrangeiro e de um mercado interno sem inflação. Até novembro de 1997 o total liberado no período chegou a R\$ 21 bilhões [AND, 2000].
- Criação do Fundo Garantidor de Crédito – FGC: associação civil sem fins lucrativos, com prazo de duração indeterminado, foi criado com o objetivo de prestar garantia de créditos para instituições dele participantes, nas hipóteses de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial, falência ou insolvência. É formado com contribuições mensais dos participantes e faz parte do processo de reestruturação do SFN, com vistas a evitar o risco de uma crise sistêmica, com a retirada de recursos dos bancos.

- Extinção da correção monetária do Balanço e dedutibilidade dos juros sobre o capital próprio: essa lei procurou alterar a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, com o objetivo de simplificar a apuração do imposto; uniformizar o tratamento tributário dos diversos tipos de renda; ampliar o campo de incidência do tributo e articular a tributação das empresas. Foi vedada a utilização de qualquer sistema de correção monetária das demonstrações financeiras, inclusive para fins societários.
- Regulamentação das Contas de não-residentes e transferência internacional de Reais (Carta-Circular nº 5 – CC5): permitiu que qualquer pessoa física ou jurídica não-residente no País possa movimentar moeda estrangeira, por meio de depósito em uma conta corrente específica no País, em qualquer banco autorizado a operar no mercado de câmbio de taxas livres e flutuantes. Mediante a conta específica “De Instituição Financeira”, as instituições credenciadas pelo Banco Central puderam negociar moeda estrangeira com instituições financeiras no exterior, em quantidade ilimitada. Em contrapartida, as aplicações através das CC-5 incorriam em um maior risco cambial – já que as cotações dos mercados comercial e flutuante não eram unificadas – e recebiam o mesmo tratamento fiscal concedido aos residentes no país [FRE, 2002].
- Criação do *Brazilian Depositary Receipts* – BDRs: Certificados de Depósito de Valores Mobiliários, conceituados como certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior e emitidos por instituição depositária no Brasil, autorizada pelo BACEN e CVM. Esta emite BDRs lastreados em valores mobiliários emitidos por companhias abertas estrangeiras, que ficam em seu país de origem sob custódia de determinada instituição. Com isso os investidores brasileiros passam a ter um novo meio de aplicar seus recursos em empresas estrangeiras.
- Implementação do PROES – Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária: com esse programa o Governo deixou claro que não queria mais bancos estaduais e criou a possibilidade

de governos de estados fazerem o processo de saneamento com recursos do governo federal.

- Fusão da BM&F com a BBF; em 30/07/1997 a Bolsa de Mercadorias & Futuros funde-se com a Bolsa Brasileira de Futuros, tornando-se o principal centro de negociações de derivativos da América Latina.
- Criação do Fundo de Aposentadoria Programada Individual – FAPI e do Plano Gerador de Benefícios Livres – PGBL: novas modalidades de previdência complementar, incentivando a poupança interna e a formação de um sistema de previdência fortalecido.
- Privatização do Sistema Telebrás: essa empresa era o papel mais líquido da BOVESPA e representou uma captação externa com a privatização da ordem de R\$ 22 bilhões.

Ao analisarmos as mudanças implementadas, especialmente na década de 1990, percebemos a redução da participação do Estado no Sistema Financeiro Nacional, como detentor de empresas, instituições e recursos, procurando atuar somente como regulador e fiscalizador. Em contrapartida, a importância da iniciativa privada foi crescendo gradativamente, destacando-se o aumento da participação do investidor estrangeiro e sua importância no financiamento do desenvolvimento econômico.

Comparando o Sistema Financeiro brasileiro com outros sistemas mais modernos e desregulamentados, percebemos que ainda há muito a se fazer no sentido de torná-lo mais independente e sem entraves à livre mobilidade de capitais. Mas é inegável que as mudanças provocaram profundas transformações no sistema, integrando-o de forma complexa ao sistema financeiro internacional e aos demais países. Os impactos dessas mudanças na economia brasileira serão discutidos no capítulo seguinte.

CAPÍTULO IV – OS IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA

A década de 1990 pode ser dividida em dois períodos. Até 1993, quando foram implementadas medidas drásticas de controle da economia⁵⁵ além de uma política de desregulamentação financeira e comercial, com uma abertura brusca do país ao mercado financeiro e ao comércio internacionais. Nesse período a economia brasileira viveu um momento muito delicado, com forte turbulência política⁵⁶, que contagiou o sistema financeiro e a economia, despreparados para os constantes impactos ocorridos nesses anos. O segundo período começa em 1994, mais especificamente no segundo semestre desse ano, quando uma profunda reestruturação do Sistema Financeiro Nacional teve lugar, com aumento da participação do capital privado nacional e estrangeiro no âmbito do setor bancário, e um intenso processo de automação dos serviços. Dois fatores foram determinantes: a estabilização de preços promovida pelo Plano Real, que pode ser considerado o divisor dos períodos, e o aprofundamento da inserção da economia brasileira no processo de globalização. Em princípio, essa estabilização de preços e inserção internacional foram festejadas por diversos setores da economia, com uma inundação de produtos globalizados e euforia consumista que gerou despoupança interna e déficits elevados na balança comercial. Mais tarde, com os choques externos, essa euforia foi refreada com uma política de juros altos e controle da economia.

Ao analisar a abertura, muitos autores fazem uma relação direta entre ela e o crescimento, e aí há que se levar em conta, por exemplo, o tamanho da economia, a produtividade e o contexto ao qual o país se insere. Para Moreira, “em primeiro lugar é preciso ter claro que os principais determinantes do crescimento econômico são o progresso técnico (convertido em produtividade) e os investimentos em capital físico e humano. O impacto da abertura sobre o crescimento, portanto, se dá de forma indireta na medida em que afeta cada um desses componentes. [...] Segundo, a abertura não ocorre no vazio. Ela ocorre em um determinado ambiente macroeconômico e institucional que pode

⁵⁵ Os planos econômicos do Governo Collor pretendiam esse controle.

⁵⁶ Período do *impeachment* de Fernando Collor.

contribuir ou não para que os seus ganhos se realizem. Por fim, há que se avaliar a qualidade da abertura feita no país, tanto do ponto de vista do grau de participação do comércio no PIB como da estrutura de proteção e incentivos remanescentes” [MOR, 2003].

A abertura recebeu incansáveis críticas dos mais diversos setores da economia e do meio acadêmico. Afirmou-se, por exemplo, que o tão propalado ciclo de crescimento não passou de promessa de artigos acadêmicos e programas de governo. “A abertura financeira não conseguiu até agora entregar as benfeitorias prometidas. Muito pelo contrário, a gestão cambial e monetária, desde os primórdios do Plano Real, além de provocar efeitos negativos sobre o desempenho da indústria e da agricultura, permitiu o crescimento muito rápido dos passivos interno e externo. A acumulação desses compromissos tornou a economia mais vulnerável às mudanças de humor dos mercados globalizados e vem impondo severas restrições ao crescimento econômico e, portanto, à capacidade de criar empregos” [CAR, 2002]

Não há como negar que o crescimento foi abaixo das expectativas, contudo cabe questionar se esse fato deveu-se à incapacidade da abertura em estimular o crescimento ou à forma como ela se deu: brusca e indiscriminada, além de atropelada por muitos contratempos.

Moreira faz uma análise dos vários argumentos sobre a relação abertura-crescimento, existentes em estudos acadêmicos. Uma das conseqüências da abertura seria o aumento do comércio entre os países, permitindo o acesso do país à tecnologia estrangeira, por meio de insumos importados, imitação de concorrentes estrangeiros e contato com tecnologias sofisticadas, e isso estimularia a inovação e a produtividade, e conseqüentemente elevaria o potencial de crescimento da economia. Contudo, para que isso realmente ocorresse, seria necessária analisar a diferença entre os países, como tamanho da economia, sua evolução ao longo do tempo, sua produtividade e dinamismo, o conhecimento técnico e o nível de renda de sua população. Esse autor afirma que, “além de não serem conclusivos, esses trabalhos tem uma outra limitação importante. Eles não dizem coisa alguma sobre os canais pelos quais a abertura promoveria o crescimento”.

Na economia como um todo, segundo Silber, o programa de abertura foi baseado em regras estáveis e não discriminatórias de acesso aos agentes econômicos, em que se pretendia criar um ambiente competitivo entre diferentes setores, abrindo à concorrência externa e às imposições do mercado de capitais, tornando as empresas mais eficientes; incentivando os aumentos de produtividade e possibilitando a especialização da produção; acelerando o ritmo de criação, importação e difusão tecnológica, compatível com a expansão da competitividade das empresas brasileiras; aumentar a taxa de crescimento do produto e favorecendo uma diminuição da concentração de renda. “O objetivo destas alterações foi o de eliminar os critérios discricionários, subjetivos e instáveis da política de importação e atribuir ao sistema de preços, via tarifas de importação e taxa de câmbio, o controle das exportações. [...] Tal sistema desacreditava o país como parceiro comercial confiável e transparente, gerando imprevisibilidades e inibindo os investimentos nacionais e estrangeiros” [SIL, 2002].

Aplicando-se a relação abertura-crescimento e suas consequências ao caso brasileiro, mudanças profundas podem ser observadas. Num primeiro momento, houve uma série de dificuldades ao sistema financeiro e ao setor produtivo, que depararam-se, de uma hora para outra, com a concorrência externa especializada. Muitos bancos faliram, empresas encerraram suas atividades por não alcançar o alto padrão de produtividade e baixos preços dos competidores externos e o desempenho da economia caiu. Mas num segundo momento, após a adaptação à concorrência, a economia começou usufruir dos benefícios da abertura, e a dar sinais de recuperação, despontando no cenário internacional com muitas empresas altamente qualificadas, produtivas e competitivas. Embora não seja objeto desse estudo, alguns exemplos podem ser citados: a) o país teve, em grande medida, acesso à tecnologia estrangeira, com reflexos no melhoramento e crescimento do parque industrial⁵⁷ brasileiro, e um choque de desenvolvimento, com o despontar de empresas de ponta como a Embraer, a Gerdau, a Marcopolo, a Vale do Rio Doce, a Petrobrás e

⁵⁷ A indústria cresceu 15,5% em 1995, e a utilização da capacidade produtiva situou-se ao redor de 80% no período [COR, 1998].

tantas outras compentido no cenário internacional, e com importante peso na balança comercial brasileira; b) o salto qualitativo e quantitativo da agricultura e pecuária, que tornaram o *agrobussines* brasileiro respeitado no mundo inteiro, com especial destaque à Embrapa, empresa brasileira que desenvolve pesquisas com as mais avançadas tecnologias; c) o investimento em desenvolvimento tecnológico e científico, com centros de pesquisa espalhados por todo o território, permitindo ao Brasil ser referência internacional e participar de importantes projetos científicos, como por exemplo o Projeto Genoma, sem contar as multinacionais, que trouxeram tecnologia com suas fábricas e montadoras; d) houve crescimento do consumo e dos salários, particularmente das camadas de renda mais baixa, graças ao fim da inflação.

Nesse contexto, pode-se argüir que são bastante consideráveis os impactos da abertura, elevando o potencial de crescimento do país, que só não foi maior em virtude das restrições da economia brasileira⁵⁸ e dos impactos internacionais que ela sofreu ao longo da década de 1990 – sobretudo das crises russa e asiática.

1. A PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIRA NO SFN

A abertura exigiu tanto a introdução de maiores facilidades ao influxo de capitais externos, como a promoção de uma economia integrada ao mercado financeiro e aos fluxos de investimento direto estrangeiro. No intuito de reduzir o isolamento do país aos principais movimentos do capital financeiro internacional o governo iniciou processo de renegociação⁵⁹ da dívida externa, normalizando o relacionamento do país com os credores internacionais e liberalização dos fluxos de capital financeiro internacional em direção ao

⁵⁸ Pode-se citar, por exemplo, os baixos índices de educação e especialização técnica da população, a falta de um investimento maior em capital físico e humano, a falta de poupança externa e interna, o desajuste das contas públicas, que representam um rombo enorme para os cofres do país, tecnologias até então obsoletas e protegidas pelo guarda-chuva do estado, uma vez que estavam protegidas da concorrência externa, a falta de uma cultura exportadora, e um sistema financeiro despreparado, até então, de assimilar as mudanças drásticas ocorridas com a abertura. Se o Brasil já tivesse vencido essas barreiras estruturais, a abertura seria convertida em um crescimento inigualável.

⁵⁹ Concluída em 1994, sob gestão de Fernando Henrique Cardoso

mercado brasileiro, por meio de simplificações na legislação⁶⁰ e ampliação da liberdade na aplicação de recursos externos em títulos de renda fixa no mercado financeiro doméstico.

A desregulamentação permitiu o retorno dos fluxos de capitais ao país e a absorção de volumes expressivos de investimentos estrangeiros de portfólio, que foram direcionados, principalmente, para o mercado secundário de ações (bolsa de valores). Além da abertura, os investidores foram atraídos pelo grande potencial de valorização das bolsas de valores locais, associado ao processo de privatização⁶¹ em curso e aos baixos preços das ações das empresas brasileiras, ou seja, pela comparação dos índices preço/lucro com os demais mercados emergentes⁶².

Em outra linha de argumentação, pode-se dizer que a abertura foi alavancada pela falta de boas oportunidades de investimento associada à queda das taxas de juros dos países centrais, o que gerou um volume significativo de capitais ávidos por melhores condições de valorização entre outras regiões do mundo. Como o Brasil era, até então, uma economia fechada, com um enorme potencial a ser desenvolvido, e tinha um sistema financeiro que, apesar de pouco desenvolvido, era o mais dinâmico e estruturado da região, esses fatores atraíram uma enorme quantidade de investidores.

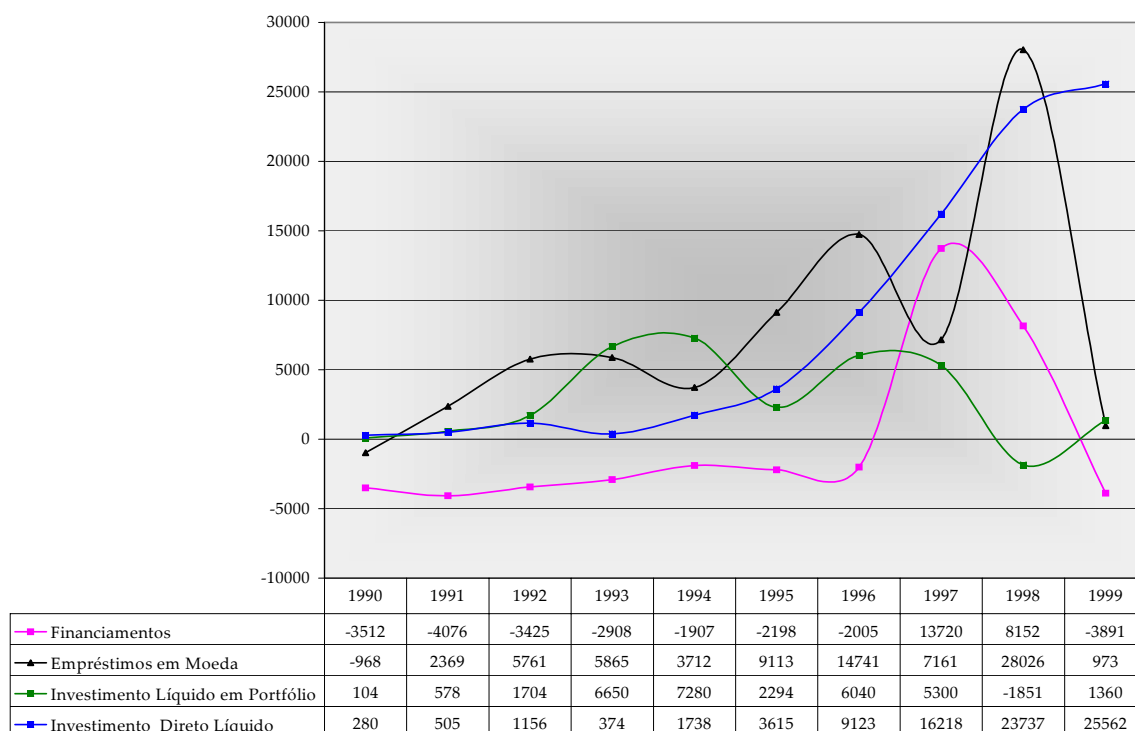
No início os resultados foram bastante satisfatórios, e o alto volume de capital manteve o equilíbrio do balanço de pagamentos, mesmo com saldo deficitário da balança comercial, e produziu um excedente de moedas em circulação, que por sua vez aumentou a demanda em virtude do volume de oferta. Para que essa situação não desequilibrasse a economia, aumentando os preços e alimentando a inflação, o governo estimulou a poupança mediante a elevação da taxa de juros, freando o consumo interno e atraindo mais capital.

⁶⁰ Facilitando a entrada e saída de capitais de portfólio nas Bolsas de Valores brasileiras.

⁶¹ Que almejava captar investimento externo e enxugar a máquina Estatal.

⁶² (PRATES, 1999, p. 10) em [FRE, 2002]

GRÁFICO I: FLUXOS DE CAPITAIS EXTERNOS, EM US\$ MILHÕES



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Antunes, 2002.

A implantação do Real permitiu que ao governo fazer uso de âncora cambial, e a manutenção do câmbio valorizado⁶³ estimula as importações e os investimentos de capital externo. As importações trazem tecnologia, reduzem de custos e participação de produtos internacionais de qualidade no mercado doméstico, elevando a qualidade dos produtos, tornando o consumidor mais exigente e melhorando a qualidade das empresas locais, tornando-as mais competitivas.

Contudo, os fatores de atração de investimentos foram desaparecendo na segunda metade dos anos 90, por causa da falta de mudanças estruturais e da saturação do mercado que, aliado à má distribuição de renda, estagnaram o consumo.

Até então tudo permaneceu mais ou menos estável, com números positivos, mas o contágio pelas crises internacionais teve impactos estruturais sobre a demanda de investimentos e capitais por parte dos investidores

⁶³ O governo mantém o real valorizado frente ao dólar, com paridade de R\$ 1,00 = US\$ 1,00.

estrangeiros, tornando o Brasil um mercado de alto risco. Houve uma evasão de ações do mercado acionário doméstico para as bolsas norte-americanas, começando aí o inferno da vulnerabilidade brasileira às crises internacionais, como resultado direto da abertura e integração da economia aos mercados globalizados.

1.1 O MERCADO DE AÇÕES E O CRÉDITO BANCÁRIO

A estabilidade dos preços trouxe uma nova realidade ao mercado, sobretudo aos bancos, que em um ambiente de inflação baixa e forte presença de bancos estrangeiros, por meio de conglomerados transnacionais, foram obrigados a adotar nova lógica de mercado no sentido de aumentar a competitividade. Além disso, se obrigaram a se adequar às regras do Acordo da Basiléia, em especial aos novos limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido, e à compatibilização do patrimônio ao grau de risco das operações ativas. Os anos de 1995 e 1996 foram marcados pela difícil adaptação dos bancos a essas novas realidades e, como resultado desse processo, houve várias liquidações extrajudiciais e cerca de 33 instituições, entre bancos, corretoras e distribuidoras, deixaram de funcionar até 98⁶⁴.

“A abertura do mercado de capitais, a estabilização econômica, o processo de privatização e de reestruturação industrial e os negócios associados ao financiamento da renovação da infra-estrutura econômica foram os principais atrativos para o IDE⁶⁵ no sistema financeiro brasileiro. Diversas instituições financeiras manifestaram grande interesse em operar no país, de modo a se beneficiar das vastas possibilidades de negócios e de lucratividade, sobretudo no segmento bancário de investimento. O potencial de crescimento do mercado de varejo e de contas bancárias também exerce uma forte atração para os bancos estrangeiros” [FRE, 2002].

⁶⁴ Fonte: Banco Central do Brasil. Posição: Dezembro/98

⁶⁵ Investimento Direto Estrangeiro: modalidade de investimento que tem como característica a ausência de volatilidade, ou seja, são investimentos de longo prazo, com uma certa estabilidade, com concentração na criação de capacidade produtiva adicional ou aquisição de empresas, ao contrário dos investimentos de portfólio, voláteis e instáveis, que buscam lucro sob transações de curto prazo em países emergentes [CAR, 2002].

A ampliação da presença estrangeira no sistema financeiro brasileiro, contudo, não alterou a dinâmica do mercado de crédito doméstico, no sentido de ampliação dos prazos, redução dos custos e da seletividade, a despeito dos supostos benefícios em termos de eficiência e solidez patrimonial. O interesse é apenas na possibilidade de obtenção de ganhos expressivos.

No Brasil o sistema privado jamais se envolveu na concessão de financiamento de longo prazo para as empresas produtivas, exceto como repassador de capital de empréstimo externo. Com a abertura e a entrada de novos bancos privados essa situação não se alterou, bem como não houve melhoria nas tarifas dos serviços bancários ofertados a população e redução dos custos do crédito, incentivados pela concorrência. Os bancos estrangeiros adotaram a mesma postura dos bancos já existentes no país, onde a palavra de ordem é a rentabilidade.

Os repasses de recursos captados pelos bancos por meio de empréstimos bancários e da emissão de títulos no exterior são os únicos meios para captação de capitais externos via sistema bancário, já que não são permitidos, pela legislação brasileira, os depósitos de não-residentes em moeda estrangeira. Predominam as operações externas de curto prazo, em sua quase totalidade para o financiamento do comércio exterior. Essa modalidade aumentou significativamente após a abertura financeira e comercial, direcionando-se para o financiamento das exportações.

Quanto aos impactos no mercado acionário, “o mercado primário de ações não foi estimulado pela dinamização das bolsas de valores associada à abertura financeira e pela possibilidade de participação direta dos investidores no mercado. O mercado acionário brasileiro continua sendo uma fonte marginal de financiamento para as empresas brasileiras. Excluída a chamada de capital do Banco do Brasil, o volume de emissões de 1994 a 2000 foi de apenas US\$ 13,6 bilhões, dos quais a maior parte constitui captação de recursos pelas empresas estatais” [FRE, 2002].

TABELA II: Bovespa: indicadores selecionados

Ano	Empresas listadas	Capitaliz. de mercado ⁽¹⁾	Volume médio diário ⁽¹⁾	Volume total ⁽¹⁾	% Invest. Estrangeiro
-----	-------------------	--------------------------------------	------------------------------------	-----------------------------	-----------------------

1994	549	189.058	251,9	-	
1995	543	147.560	283,5	69.447	21,4
1996	550	216.927	394,2	97.762	29,4
1997	536	255.409	767,4	190.999	28,6
1998	527	160.887	569,0	139.971	25,9
1999	478	228.537	347,6	85.500	25,1
2000	459	225.528	410,2	101.730	22,7
2001 (2)	440	194.462	295,0	38.057	22,0

Fonte: Bovespa, *Revista Mensal*, vários números. Elaboração: Prates & Freitas, 2002

Nota: (1) Em US\$ milhões
(2) 1º semestre

2. A VULNERABILIDADE EXTERNA

Com a crise do México de 1994, ficou claro o Brasil estava suscetível ao que acontecia aos demais países emergentes, e o receio era um ataque especulativo à moeda nacional. Em vista disso, o ano seguinte foi um pouco turbulento, com queda nos fluxos de capitais externos. Passada a crise mexicana, o ano de 1996 foi relativamente tranqüilo, e pode ser considerado como um marco no que se refere aos Investimentos Externos Diretos (IED): é o ano em que ele se aproxima da casa dos US\$ 10 bilhões (ver Gráfico I) e passa a ser relevante para o financiamento do setor externo brasileiro. Este fato é importante porque marca uma mudança qualitativa na composição dos fluxos externos de capital em favor de um financiamento mais estável e menos suscetível a variações de humor dos financistas internacionais. O que atrai efetivamente o IED para o Brasil é o baixo preço das empresas brasileiras em dólar, seja via fusão e aquisição, seja via privatizações, e também o fato de não ser mais um mercado estagnado e sem perspectivas de expansão, pois com a estabilização da taxa de inflação volta a ser um mercado razoavelmente atraente.

Com a crise dos países asiáticos as coisas se complicam em 1997, pois o déficit em transações correntes continuava subindo velozmente (Tabela 1) e o medo de um moratória generalizada dos mercados emergentes assusta os investidores de capitais de curto prazo do mundo todo: a aparente estabilidade não era tão sólida assim. Com a enorme dependência da economia brasileira do influxo de capital externo as taxas de juros precisam ser estratosféricas para compensar o risco de se aventurar a aplicar recursos num país que poderia ser

a próxima “bola da vez.” Quando a situação começa a melhorar de novo em 1998, permitindo uma queda das taxas de juros, vem a crise da Rússia. Aí o cenário fica pior ainda para o Brasil, pois apesar do ritmo de deterioração da conta de transações correntes ter diminuído, seu valor absoluto era muito grande (US\$ 35.194 milhões), e o risco percebido se tornou muito elevado, tornando o novo salto dos juros praticamente inócuo.

A rápida deterioração das reservas brasileiras levou o governo a assinar um acordo preventivo com o FMI para evitar que o país entrasse em moratória. Mesmo com este acordo, que permitiu uma saída ordenada dos capitais externos aqui aplicados, a manutenção de um câmbio valorizado ficou totalmente insustentável, em particular para as finanças públicas estaduais, aqui consideradas como o estopim da mudança do câmbio. Enfim, o cerne da questão continuava a ser o financiamento do setor externo, mas agora com um elemento que não existia nos anos 1980: fluxos voluntários de capital, que podem cobrir uma parte das necessidades de financiamento externo e com inequívocos benefícios em tempos de estabilidade [ANT, 2002].

TABELA III: Balança Comercial, Transações Correntes e Balanço de Pagamentos (US\$ Bilhões)

Ano	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Balança Comercial	10753	10579	15239	13307	10466	-3352	-5599	-6748	-6604	-1260
Balança de Trans. Correntes	-3782	-1407	6143	-592	-1689	-17972	-23142	-30818	-33625	-25062
Balanço de Pagamentos	-8825	-4679	30028	8404	12939	13480	9015	-7845	-17285	-10740

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Antunes, 2002.

Outra característica da era dos mercados financeiros liberalizados e globalizados é o aparecimento de agências classificadoras do grau de risco que um mercado representa aos investidores de portfólio, o chamado risco-país⁶⁶. Essas classificações deixam clara a vulnerabilidade de um país no

⁶⁶ É um índice denominado *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+) e mede o grau de instabilidade econômica que um país representa para o investidor estrangeiro. As agências analisam o rendimento dos instrumentos da dívida de um determinado país, principalmente o valor (taxa de juros) com o qual o país pretende remunerar os aplicadores em bônus, representativos da dívida pública. Tecnicamente falando, o risco país é a sobretaxa de se paga em relação à rentabilidade garantida pelos bônus do Tesouro dos Estados Unidos, país considerado o mais solvente do mundo, ou seja, o de menor risco para um aplicador não receber o dinheiro investido acrescido dos juros prometidos (Dicionário de economia:

mercado financeiro internacional, pois se ela for negativa, ou seja, se o risco-país for muito elevado, há uma fuga em massa dos investidores internacionais, obrigando o país a alterar sua política econômica, como aumentar os juros, por exemplo, para atrair capitais.

A liberalização financeira trouxe enorme quantidade de capital externo ao país, que financiou a economia por um período, o que permitiu a cobertura do déficit nas transações correntes. Por outro lado, mostrou a face cruel da falta de solidez e credibilidade dos mercados emergentes, que para atrair esse capital e participar do mercado globalizado, precisam muitas vezes sacrificar o crescimento econômico com um custo muito elevado (juros altos, poupança interna forçada pelo freio no consumo, resultando em estagnação econômica, desemprego e recessão).

3. TRANSFORMAÇÕES DO PLANO REAL NA ECONOMIA BRASILEIRA

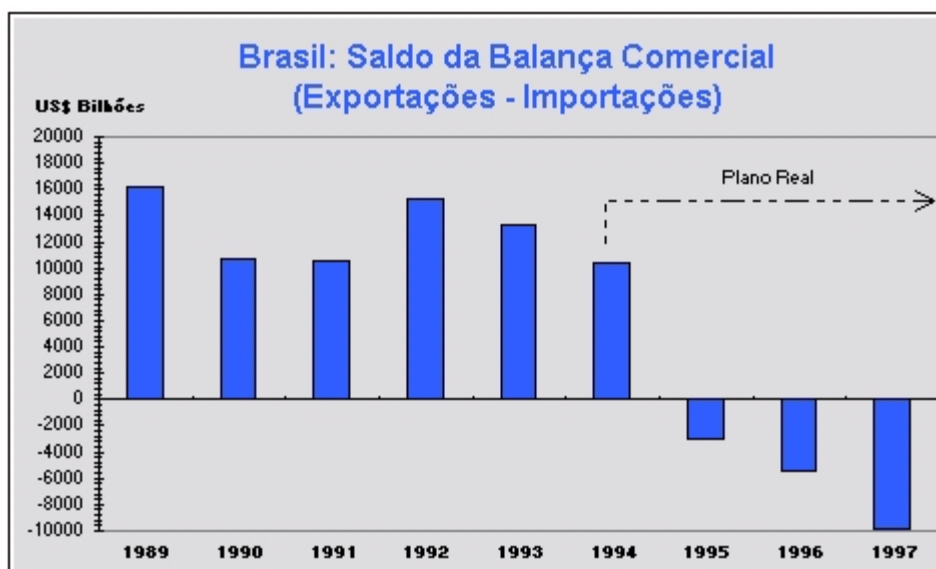
Num primeiro momento o Real parecia ter resolvido, sem sobressaltos, as mazelas históricas brasileiras: inflação sobre controle, juros em queda, expansão do crédito, aumento das divisas internacionais e euforia consumista. A implantação do Real representa um marco com relação aos capitais externos, pois utiliza-os para modificar estruturalmente o balanço de pagamentos e promover a estabilização dos preços.

Para Antunes [ANT, 2002] com o Plano Real “torna-se possível o déficit de Transações Correntes sem se dificultar o financiamento do Balanço de Pagamentos. A estabilização de preços, associada às taxas de juros relativamente elevadas, foi o detonador de um “*boom*” de consumo financiado com recursos externos. [...] De 1993 a 1995 as Transações Correntes ficam muito mais deficitárias e o superávit do Balanço de Pagamentos aumenta. Isto possibilita estratégias de ancoragem cambial para estabilizar preços, já que com os novos ingressos de capital existem condições de financiamento externo que permitem que se prescindia de um saldo comercial portentoso. Isto é, a

restrição externa brutal à qual estava submetida a economia brasileira nos anos 80, que exigia superávits comerciais que financiassem uma economia sem acesso aos mercados financeiros internacionais é retirada pelas novas formas de financiamento externo”. Daí a importância da reinserção externa.

Tavares [TAV, 1998] acredita que essa reinserção proporcionada pelo Plano Real “foi feita de forma drástica, indiscriminada e desordenada, sendo um dos fatores responsáveis pela extrema vulnerabilidade que hoje apresenta a economia brasileira frente às turbulências ocorridas no mercado financeiro internacional, crescentemente desregulado e instável”. Afirma que a sobrevalorização cambial ocorrida no período da implementação do Real, e perdurada até 1999, aumentou o saldo negativo da conta de serviços (juros, remessas de lucros, viagens internacionais, fretes, etc), já deficitário pelo enorme endividamento externo do país, como observamos no gráfico abaixo.

**GRÁFICO II: SALDO DA BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA
ANTES DAS CRISES INTERNACIONAIS**



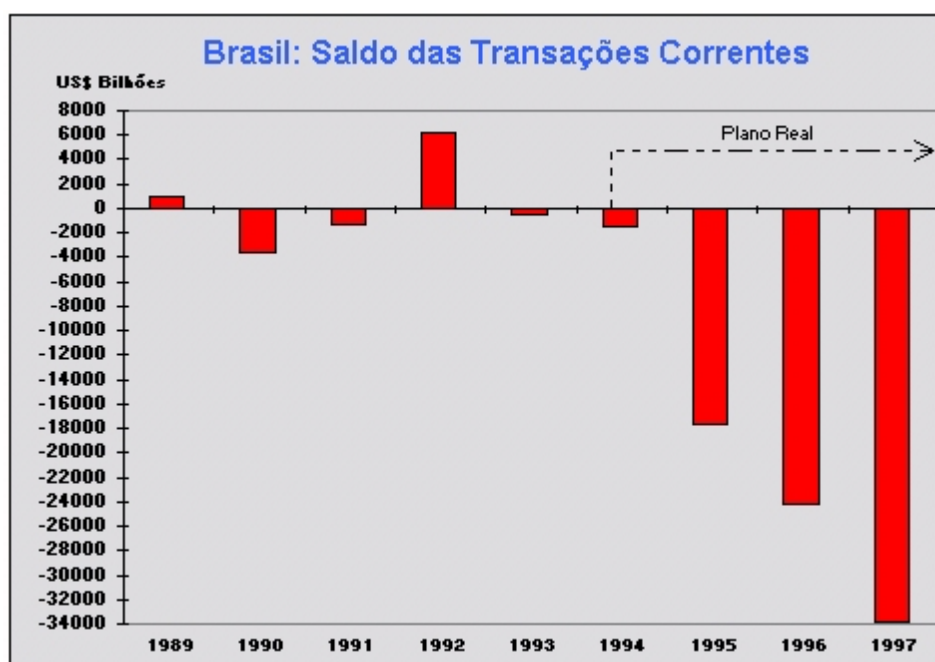
Fonte: TAVARES, 1998

“A soma das contas de mercadorias e de serviços – que corresponde às Transações Correntes do Balanço de Pagamentos – reflete o impacto das

políticas comercial e cambial adotadas sobre as necessidades de financiamento externo da economia” [TAV, 1998].

A autora demonstra os impactos negativos da sobrevalorização do Real também no saldo da Balança Comercial, onde se observa um descompasso entre as importações e exportações: de um superávit comercial de US\$ 13,3 bilhões em 1993, passamos a um déficit de US\$ 10 bilhões em 1997, com uma perda acumulada de US\$ 19 bilhões no período.

GRÁFICO III: TRANSAÇÕES CORRENTES



Fonte: TAVARES, 1998

O crescimento, de fato, não durou muito. Para Corsi [COR, 1998], a estratégia de controle da inflação foi equivocada, e teve como efeito colateral o desequilíbrio das contas externas e a queda na atividade econômica. Os déficits crescentes na balança comercial contribuíram para agravar a situação das contas correntes do balanço de pagamentos e o aumento das remessas relativas a lucros, juros, fretes, seguros, etc, provenientes, principalmente do aumento da entrada de capitais, estimulada pelo governo para fechar as contas externas, gerou uma situação insustentável. O déficit nas transações correntes em 1994 foi cerca de 1,689 bilhão de dólares, no ano seguinte foi de 17,97

bilhões e saltou para 35 bilhões em 1997 e 1998. Isso implicava que o Brasil necessitava atrair esses montantes de capital externo só para fechar as transações correntes.

Para atrair recursos o governo recorreu ao velho hábito de contrair empréstimos, porém não eram suficientes para fechar o balanço de pagamentos e aumentavam demasiadamente a dívida externa. A solução era atrair capital especulativo em busca de aplicações altamente rentáveis e de curto prazo. O governo, então, elevou sistematicamente a taxa de juros, garantindo vultuosos lucros ao capital financeiro volátil, sem significar um crescimento dos investimentos produtivos. O capital mais do que depressa ingressou em grandes quantias no mercado financeiro brasileiro, cobrindo as contas externas e financiando a manutenção dessa política. Para se ter uma idéia, no início da década de 1990 o Brasil captava em torno de US\$ 1 bilhão em investimentos diretos. Ao final da década esse número havia saltado para US\$ 30 bilhões [SIL, 2002].

O aumento do nível de atividade interna decorrente do Plano Real e a entrada de capitais trouxeram modificações importantes no balanço de pagamentos durante os anos 90. As contas externas deterioraram-se rapidamente como se pode observar no gráfico a seguir:

TABELA IV: BALANÇO DE PAGAMENTOS BRASILEIRO

	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 (*)
BALANÇO COMERCIAL	10.7	10.4	(3.2)	(5.5)	(8.4)	(6.4)	(1.2)	(0.7)	2.6	5.4
Export	31.4	43.6	46.5	47.7	53.0	51.1	48.0	54.9	58.2	37.0
Import.	20.7	33.2	49.7	53.3	61.4	57.5	49.2	55.6	55.6	31.6
SERVIÇOS	(15.3)	(14.4)	(18.6)	(21.7)	(27.3)	(30.4)	(25.2)	(26.4)	(27.5)	(15.3)
Lucros e Div.	(1.6)	(2.5)	(2.6)	(2.4)	(5.6)	(6.9)	(4.1)	(3.6)	(5.0)	(3.4)
Viagens intern.	(0.1)	(1.2)	(2.4)	(3.6)	(4.4)	(4.3)	(1.4)	(2.1)	(1.5)	(0.6)
Juros	(9.8)	(6.4)	(8.2)	(9.8)	(10.6)	(12.1)	(15.2)	(15.9)	(14.9)	(8.5)
TRANSF. UNILAT.	0.8	2.6	4.0	2.9	2.2	1.9	2.0	1.8	1.6	1.4
CONTA CORRENTE	(3.8)	(1.5)	(17.8)	(24.3)	(33.4)	(35.0)	(24.4)	(25.3)	(23.2)	(8.5)
CAPITAL	0.4	14.8	29.8	33.0	25.5	26.5	16.6	20.9	26.8	10.8
Invest. Direto	0.4	8.1	4.7	9.4	17.1	26.1	30.1	29.8	24.9	9.5
Financ./Emprest.	11.1	11.0	18.5	32.4	40.2	34.1	38.4	18.9	33.5	21.3
Amortizações	(11.1)	(6.6)	(11.0)	(14.4)	(28.8)	(33.7)	(51.9)	(27.8)	(31.6)	(20.0)
SUPERAVIT (+)	(4.2)	12.9	13.5	8.7	(7.8)	(8.5)	(7.8)	(4.4)	3.3	0.8
DEFICIT (-)										
RESERVAS	14.1	38.5	51.5	59.9	52.1	44.6	36.3	31.9	35.8	37.6
DÍVIDA EXTERNA	122.8	148.3	157.4	178.1	199.9	233.9	236.9	232.3	228.6	219.1

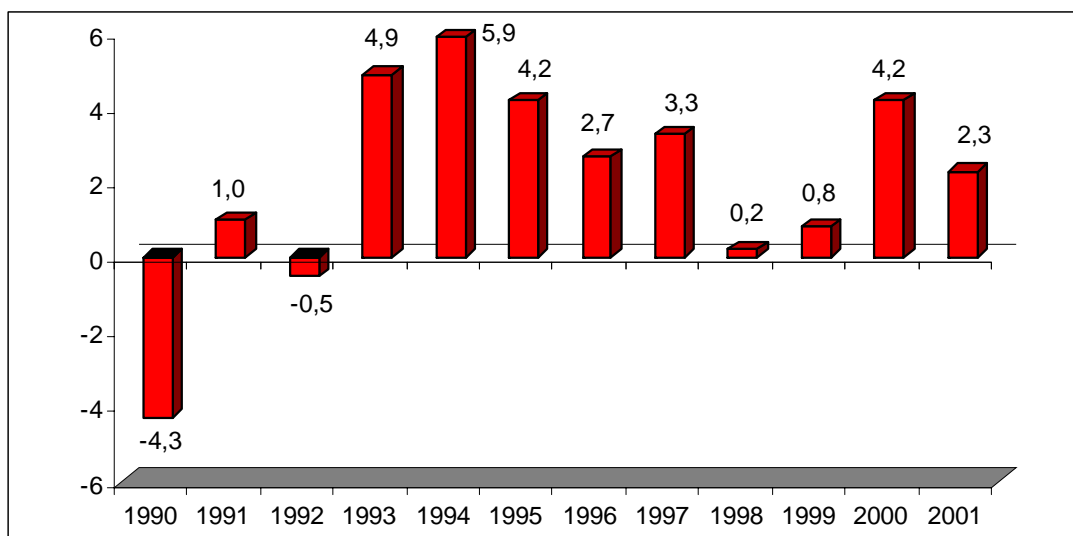
Fonte: Banco Central (*) janeiro-agosto.

Fonte: Banco Central. Elaboração: Silber, 2002.

A persistência na taxa de juros elevadas, principalmente em momentos de crises externas, jogou o país à recessão, e o desemprego explodiu. O PIB declinou: cresceu 5,9% em 1994; 4,2% em 1995; 2,7% em 1996; 3,3% em 1997, e 0,15% em 1998, conforme gráfico abaixo. A tendência de elevação das taxas de juros gerou um endividamento externo desnecessário, com enormes déficits em conta corrente, necessitando de montantes cada vez maiores para fechar as contas externas e formar reservas internacionais elevadas, que serviam de garantia contra ataques especulativos.

GRÁFICO V: EVOLUÇÃO DO PRODUTO INTERNO BRUTO – PIB

BRASIL 1990 - 2001



Fonte: Banco Central do Brasil - Elaboração: DIEESE (Conjuntura Econômica Fev/02)

Na segunda metade da década chegaram as crises internacionais (México, Ásia e Rússia) e houve um desgaste das bases que garantiam a estabilização. A manutenção do câmbio tornou-se insustentável, e todas as reservas brasileiras não foram suficientes para garantir o não-contágio pela crise que varria o mundo. O capital estrangeiro, além da insegurança provocada pela crise, observou uma série de indicadores brasileiros que não favoreciam nem um pouco a manutenção dos investimentos: queda na atividade econômica, elevação persistente dos déficits em conta corrente e das dívidas externa e interna, sugerindo que o Brasil poderia não ter condições de honrar seus compromissos. Em virtude desses indicadores, o capital estrangeiro fugiu em massa temendo o calote, abrindo espaço para um ataque especulativo contra o Real.

“É importante ressaltar que o pequeno grau de dolarização do sistema bancário privado em termos absolutos e em relação aos demais países latino-americanos atenuou a vulnerabilidade do sistema financeiro doméstico às mudanças na direção dos fluxos de capitais. Nos países que permitem depósitos em moeda estrangeira de não-residentes nos bancos locais, como a Argentina, criou-se um vínculo direto entre o mercado de crédito doméstico e o mercado internacional de capitais, com a progressiva dolarização das transações monetárias e financeiras internas” [FRE, 2002]. Ou seja, quanto

menos dolarizada uma economia, menos suscetível às crises financeiras internacionais. Pode-se ousar afirmar que essa foi a salvação da economia brasileira, pois a vulnerabilidade decorrente de um maior grau de dolarização tornariam totalmente ineficazes as políticas de controle do mercado.

A paridade da moeda ficou insustentável, e em janeiro de 1999 o Real é desvalorizado em relação ao dólar, passando a flutuar⁶⁷. O cenário artificial não pôde mais ser mantido, ocorrendo com muito atraso, segundo alguns analistas, o que ocasionou a queima de metade das reservas internacionais.

Com a desvalorização o Plano Real deixou de ser centrado na âncora cambial, permitindo que o dólar ultrapassasse à barreira de R\$ 2,00, partindo para a âncora monetária, centrada principalmente na alta dos juros. A repercussão foi de alta de alguns preços da ordem de 40% e o crescimento da dívida pública de cerca de 102 bilhões de dólares [COR, 1999].

A partir da desvalorização o mercado passou a exigir do governo a emissão dos títulos públicos com cláusula de correção cambial, o que fez a dívida pública interna subir verticalmente, representando hoje quase um terço do total da dívida. Por causa das altíssimas taxas de juros aplicados à rolagem, “o estoque da dívida pública interna já acarretou encargos acumulados de mais de 330 bilhões, só em juros, entre 1995 e 1999” [ANT, 2002].

TABELA V: DÍVIDA PÚBLICA INTERNA*

Ano	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Dívida Interna	56,07	678,31	17.715,06	153.162,92	208.443,04	269.163,00	308.426,00	385.869,63	516.578,67

* Em milhões de reais de 2001. Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Antunes, 2002.

O governo passou a recorrer, então, ao FMI que, em troca de empréstimos de emergência, impõe uma série de condições recessivas, como uma política de restrição ao crédito, manutenção das taxas de juros elevadas, manutenção da abertura da economia sem controles sobre o capital estrangeiro e ajuste fiscal baseado em superávits primários, implicando em cortes nos gastos sociais e nos investimentos. Essa política gera um

⁶⁷ Não livremente, pois o Banco Central intervinha a cada alta ou baixa excessiva do câmbio.

aprofundamento da crise econômica, com queda do PIB e aumento do desemprego.

O governo brasileiro conseguiu cumprir as metas acertadas com o FMI a um custo social bastante elevado, além de ficar muito suscetível às crises internacionais. O crescimento da economia na década ficou muito aquém da capacidade da economia brasileira que, por diversas vezes, em nome da estabilidade econômica, precisou reprimi-lo. As perspectivas para o futuro indicam que a trajetória das políticas econômicas deve ser no sentido de recuperar a capacidade de financiamento externo e do governo e incentivar a poupança interna, reduzir o déficit externo e público, manter a inflação sob controle e investir na capacidade humana e técnica.

Mesmo não sendo consenso, o Plano Real foi o único que conseguiu estabilizar a economia. As importações de fato aumentaram com o consumo maciço de bens importados, ao passo que as exportações diminuíram, fato justificado pela abertura à concorrência e pelo câmbio sobrevalorizado, com o intuito de atrair financiamento externo, que baratearam as importações em detrimento dos produtos nacionais. Mas num segundo momento, com as empresas brasileiras se recuperando e tornando-se competitivas, juntamente com a desvalorização cambial, o setor industrial voltou a crescer e o PIB teve resultados favoráveis (gráfico V), tirando a indústria brasileira da recessão. As exportações, apesar de oscilarem bastante (Tabela III), tiveram um crescimento ao final da década, passando a apresentar superávits, puxadas pelo *Agrobussines* e por grandes empresas exportadoras.

Apesar de muitos números positivos, o Brasil deixou escapar inúmeras oportunidades oferecidas pela abertura e enorme ingresso de capitais, via privatização e IDE's, e desenvolver de maneira mais dinâmica sua economia, transformando-a numa das mais importantes entre as emergentes. Os resultados negativos, infelizmente, são sempre absorvidos e traduzidos em entraves ao desenvolvimento econômico e social.

CONCLUSÃO

A liberalização dos mercados, de acordo com o ideário Neoliberal defendido no Consenso de Washington, deveria ser ‘a solução’ de todas as mazelas que afligiam a América Latina. Na teoria, as políticas a serem implementadas pelos países trariam uma série de benefícios: a estabilidade de preços criaria condições para o investimento privado; a abertura comercial e a valorização cambial, exigiria competitividade aos produtos domésticos, forçando-os a aumentar sua produtividade; as privatizações e o investimento estrangeiro tornariam as empresas mais eficientes e diminuiriam os custos do Estado; a liberalização cambial atrairia poupança externa, que financiaria o déficit em conta corrente; a renda *per capita* aumentaria, em função do crescimento e estabilidade da economia, e haveria um crescimento quantitativo e qualitativo do consumo interno, além de tantas outras vantagens que a abertura prometia aos países que a ela aderissem.

Os países latino-americanos, em sua maioria, implementaram as políticas de ajuste tal como idealizadas no Consenso. Mas o prêmio tão almejado não foi entregue, e as expectativas de um *boom* de crescimento e desenvolvimento foram frustradas, sobretudo no Brasil, a maior economia latino-americana.

Há uma série de conjecturas sobre os possíveis equívocos cometidos na condução da política econômica do país, e que seriam os responsáveis pelo pouco êxito da liberalização. Não se deve atribuir culpa a fatores individuais, mas talvez a um conjunto deles. O país não estava preparado para as profundas mudanças trazidas pela liberalização. A condução política e econômica dos anos 1980 – a década perdida – enfraqueceu o Estado, estagnou o crescimento econômico, extinguiu a poupança interna com os índices quase hiperinflacionários⁶⁸, aumentou os déficits públicos e afugentou os investidores externos. Não havia financiamento do setor produtivo e o governo, para cobrir o rombo das contas públicas, aumentava impostos e

⁶⁸ A inflação corroía o dinheiro da população, obrigando-a a gastá-lo imediatamente, sob pena de perda de valor.

emitia moeda, piorando o quadro inflacionário, indexando a economia e diminuindo o poder de compra da população.

Esse era o cenário brasileiro quando, ao final da década de 1980, o país recebeu um verdadeiro choque de ajuste econômico e abertura ao mercado externo, feitos de forma indiscriminada, sem respeitar as limitações sociais e econômicas brasileiras. Possivelmente tinha-se a ingênua idéia, ao adotar as políticas neoliberalizantes, de que as forças invisíveis do mercado encontrariam um ponto de equilíbrio que se converteria em ganhos incontestáveis ao país.

A indústria e o setor produtivo, protegidos por uma economia fechada, quase entraram em colapso ante a concorrência externa; os bancos, protegidos e alimentados pelos altos lucros obtidos em ambiente de inflação alta, entraram em crise, provocando um estremecimento no sistema financeiro nacional, tendo que ser socorrido pelo Estado para não sucumbir frente à nova realidade que trouxe a abertura: os capitais especulativos, instáveis, que apareciam de uma hora para outra em função de um indicador qualquer de lucros, e desapareciam ao menor sinal de instabilidade interna ou externa. Enfim, o país não estava preparado para uma abertura tão brusca, e não havia uma estratégia definida que sustentasse o rumo que a economia havia tomado.

Discutir se a abertura deveria ou não ter ocorrido seria chover no molhado, pois diante da realidade globalizada dos tempos atuais, para uma economia de proporções gigantescas como a brasileira, é impossível ficar à margem do mercado internacional. O problema não está na liberalização em si, mas na maneira como ela foi feita: brusca e indiscriminada. Em menos de uma década o Brasil passou de uma ditadura militar, fechada ao mercado externo, para uma economia aberta, sem barreiras ao comércio internacional, com o setor produtivo totalmente desprotegido, e um sistema financeiro desregulamentado e aberto à livre mobilidade de capitais, que vão em vem, com impressionante liquidez⁶⁹, passando longe dos controles do Estado.

O Brasil não concluiu ainda a liberalização financeira, e é difícil saber a medida exata do grau de abertura financeira, mas podemos observar que,

⁶⁹ Característica dos investimentos de portfólio, ou voláteis, aplicados com o único objetivo de auferir lucro fácil, impondo a livre mobilidade aos mercados que necessitam desses capitais.

comparado ao período anterior, houve uma liberalização significativa. Também não se pode inferir que a reestruturação do Sistema Financeiro Nacional o tenha tornado mais frágil perante os demais setores da economia, ao contrário, a reestruturação que houve permitiria supor que o país está se ajustando aos padrões internacionais e à realidade da globalização dos mercados. As políticas econômicas, sem muita opção, rezaram a cartilha dos mercados e isso se refletiu em uma entrada maciça de capitais externos – principalmente capitais voláteis. Os problemas tornam-se evidentes quando observa-se o quadro interno: apesar de o país ter hoje um sistema financeiro de primeiro mundo, moderno e sofisticado, é incapaz de oferecer financiamento barato e abundante para as empresas e a população; a vulnerabilidade do mercado financeiro obriga à políticas anti-sociais para atrair capital externo e financiar as transações correntes, como política de juros altos, retração do consumo, desemprego e estagnação econômica. Em outras palavras, a economia brasileira, em todos os setores, absorve diretamente os impactos da vulnerabilidade do sistema financeiro. Este por sua vez, é escravo do mercado, sob pena de ser castigado com a fuga dos capitais, a falta de financiamento externo e o engessamento do setor produtivo.

Pode-se inferir que o grande problema decorrente da liberalização dos mercados é a vulnerabilidade dos países, e o caso brasileiro ratifica esse resultado. Outros fatores com importante peso nesse quadro são o enorme déficit público e a escassez de poupança doméstica, que é insuficiente para financiar os investimentos em expansão da capacidade produtiva e modernização que o país necessita. Quando não há poupança externa disponível, os investimentos produtivos têm de ser reduzidos e, como consequência, o potencial de crescimento da economia diminui. Mas apesar de estar muito vulnerável, pode-se deduzir que, à luz de exemplos mal-sucedidos como o da Argentina, que perdeu os controles de sua política cambial e criou vínculos diretos entre o mercado doméstico e o internacional, o quadro brasileiro só não é pior devido ao baixo grau de dolarização da economia.

Sob outra ótica, contudo, os números sugerem que, mesmo tendo se dado de maneira atropelada, a liberalização trouxe benefícios à economia

brasileira. No momento após a absorção do choque, as empresas correram atrás do prejuízo e buscaram usufruir dos benefícios de um mercado aberto: importaram tecnologia, investiram em conhecimento técnico e recursos humanos e buscaram captar financiamento externo, disponível no sistema financeiro em tempos de estabilidade, para modernizar o parque industrial.

O resultado, apesar de estar aquém do esperado, demonstra que a relação abertura-crescimento trouxe efeitos positivos e significativos. Pretenciosamente, pode-se inferir inclusive que, não fossem os abalos externos que afetaram a vulnerável economia brasileira, o país teria aproveitado todo o potencial de crescimento proporcionado pela abertura, e as taxas de crescimento seriam provavelmente bastante superiores às modestas taxas alcançadas na década de 1990.

Em suma, apesar da abertura dos anos 1990, as restrições históricas da economia brasileira – o baixo investimento em capital físico e humano, o déficit público interno e externo, uma cultura exportadora tímida e a vulnerabilidade externa decorrente da falta de poupança privada de longo prazo – ainda permanecem insolúveis, e provavelmente foram o entrave para converter os benefícios que a abertura poderia trazer em crescimento. É preciso continuar reformando a política econômica brasileira no sentido de explorar o enorme potencial produtivo do país, e solucionar os problemas estruturais que persistem. A abertura financeira, para traduzir-se em altos índices de crescimento, depende da capacidade do país em avançar no processo de estabilização da economia, deixando-a menos suscetível aos impactos das mudanças internacionais, e de conduzir as reformas estruturais que o país necessita, criando condições favoráveis à entrada de investidores de longo prazo, interessados em ingressar no Brasil em busca de uma economia que ofereça ganhos de produtividade, e não só especuladores, ávidos por lucros fáceis no mercado financeiro, totalmente descomprometidos com os índices negativos provocados pelos ataques especulativos.

BIBLIOGRAFIA

- [ALV, 1999] ALVES, Giovanni. ***"Trabalho e Mundialização do capital - A Nova Degradação do Trabalho na Era da Globalização"***, Editora Praxis, 1999)
- [AND, 1999] ANDREZO, Andrea Fernandes. ***"Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais"***. São Paulo, SP, Ed. Pioneira, 1999/2001.
- [ANT, 2002] ANTUNES, Davi José Nardy. ***"O Brasil dos Anos 90: um Balanço"***. Disponível em <http://www.race.nuca.ie.ufrj.br/sep/eventos/enc2002/m2-antunes.doc> (23/08/2003).
- RELATÓRIOS do BACEN - Banco Central do Brasil. Vários anos. Disponível em <http://www.bacen.com.br> (10/12/2003).
- [CAR, 2002] RICARDO, Carneiro. ***"Desenvolvimento em Crise: a economia brasileira no último quarto do século XX"***. São Paulo, SP, Ed. UNESP, Unicamp, 2002 (pgs. 227-308).
- [CHE, 1998] CHESNAIS, François (Org.). ***"A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos"***, São Paulo, SP, Ed. Xamã, 1998.
- [COR, 1998] CORSI, Francisco Luiz. ***"O Plano Real: um balanço crítico (1994-1998)"***. Disponível em <http://www.infoecosys.com/ecosys/textos/oplanoreal%20critica.doc> (21/10/2002).
- [DAL, 1997] DALCEIRO, Pedro Luiz. "Globalização Financeira e volatilidade de capitais". Trabalho de Conclusão de Pós-Graduação em

Sociologia Política – UFSC, 1/1999. Disponível em <http://ftp.unb.br/pub/UNB/ipr/rel/rbpi/1997/71.pdf>

[DAT, 2002] DATHEIN, Ricardo. ***“De Bretton Woods à Globalização Financeira: Evolução, Crise e Perspectivas do Sistema Monetário Internacional”***. Disponível em www.race.nuca.ie.ufrj.br/sep/eventos/enc2002/m19-dathein.doc (23/08/2003).

DICIONÁRIO de Economia. Disponível em http://www.sulinvest.com.br/a_dicionario.asp?Palavra=btnf (18/09/2003)

ENCICLOPÉDIA Brasileira: História do Brasil. Disponível em <http://geocities.yahoo.com.br/vinicrashbr/principal/HistoriaDoBrasil.htm> (23/08/2003)

[FIO, 1997] FIORI, José Luís. ***“Globalização, Hegemonia e Imperio”***, in TAVARES, M. da C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Rio de Janeiro, RJ, Ed. Vozes.

[FOR, 1999] FORTUNA, Eduardo. ***“Mercado Financeiro – Produtos e Serviços”***, 13ª Edição, Rio de Janeiro, RJ, Ed. Qualitymark, 1999.

[FRE, 1998] FREITAS, Carlos Eduardo de Freitas. “Liberdade Cambial no Brasil” In: ***“O Brasil e a economia global”***/ BUMANN, R. (org.), São Paulo, Ed. Campus, 1996. pg. 87-108.

[FRE, 2002] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. ***“A Abertura Financeira no governo FHC: impactos e conseqüências”***, São Paulo, SP, [s.n.], 2002.

- [GAR, 2003] GARCIA, Paulo Mello. ***“Mudança Estrutural e Estratégia Empresarial no Brasil nos Anos 90”***. Pesquisa científica produzida pelo CEDEPLAR/UFMG. Disponível em http://www.cedeplar.ufmg.br/abphe/Textos/Abphe_2003_46.pdf (16/12/2003)
- [GON, 1997] GONÇALVES, Reinaldo. *In: “O Brasil Pós-Real – a política econômica em debate / Aloizio Mercadante (Org.)”*, Campinas, SP. Ed. Unicamp, 1997, pg. 169-196.
- [GON, 1996] GONÇALVES, Reinaldo. “Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira” *In: “O Brasil e a economia global”/ BUMANN, R. (org.)*, São Paulo, Ed. Campus, 1996. pg. 133-165.
- [GON, 2001] GONÇALVES, Reinaldo & POMAR, Valter. ***“O Brasil endividado”***, São Paulo, SP, Ed. Fundação Perseu Abramo, 2001.
- [GRI, 1998] GRIFFITH-JONES, Stephani. ***“A crise financeira do Leste asiático: uma reflexão sobre suas causas, conseqüências e implicações para a política econômica”***. Revista Política Externa – Vol. 7 – nº 03 – Dezembro – 1998.
- [MAG, 2000] MAGALHÃES, João Carlos Ramos. ***“Estimativas do Grau de Abertura da Conta de Capitais no Brasil – 1988 a 1998”*** Pesquisa disponível em http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_2000/td_715.pdf 10/12/2003).

MINISTÉRIO do Planejamento (MP – PPA-1996), Disponível em http://www.planejamento.gov.br/planejamento_investimento/conteudo/PPA1996 (23/08/2003).

[MOR, 2003] **MOREIRA**, Maurício Mesquita. **“Abertura e Crescimento no Brasil: Deu errado?”** Artigo para o seminário: O Brasil e os Riscos e Oportunidades da Integração na Economia Mundial, BID/FGV, São Paulo, 04/11/2003. Disponível em www8.ufrgs.br/ppge/producao_cientifica/textos2002/texto14_2002.pdf (10/12/2003).

[OLI, 2001] **OLIVEIRA**, Márcia de Lourdes; **ANDRADE**, Ana Lúcia; **HOLLAND**, Márcio. **“Regimes Cambiais e Ajustamento Externo na América Latina nos Anos 90”** In Projeto de Pesquisa: “Fatores Condicionantes da Taxa de Câmbio e Ajustamento Externo na América Latina: Análises Empíricas”, financiado pelo CNPq. Disponível em <http://www.ufop.br/ichs/conifex/anais/OGT/ogt0403.htm> (16/12/2003)

[RIC, 1999] **RICUPERO**, Rubens. **“Para além do consenso de Washington”**. Disponível por WWW em <http://www.investnews.net> (13/08/1999)

[SAL, 2001] **SALLUM JR.**, Brasília. **“O Brasil sob Cardoso: neoliberalismo e desenvolvimentismo”**. Artigo Publicado no *La Insígnia*, de 02/02/2001. Disponível em http://www.lainsignia.org/2001/febrero/econ_002.htm (23/08/2003)

[SAN, 1989] **SANDRONI**, Paulo. “Dicionário de Economia”, 7ª Edição, São Paulo, SP, Ed. Best Seller, 1989.

- [SIL, 2003] SILBER, Simão Davi. ***“Mudanças Estruturais na Economia Brasileira (1988-2002): Abertura, Estabilização e Crescimento”***. Artigo disponível em <http://www.usp.br/prolam/eventos/regulacao%20social/artigos/Simao.pdf> (10/12/2003)
- [TAV, 1998] TAVARES, Maria da Conceição. ***“Porque agora somos mais vulneráveis às crises internacionais”***. Disponível em <http://www.abordo.com.br/mctavares/crise1.htm> (28/10/2002)

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico I – Fluxos de Capitais Externos, em US\$ Milhões	61
Gráfico II – Saldo da Balança Comercial Brasileira antes das Crises Internacionais	67
Gráfico III – Transações Correntes	68
Gráfico V – Evolução do Produto Interno Bruto – PIB Brasil 1990 - 2001	71

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela I – Taxa de Câmbio Real Baseada no Índice Nacional de Preços ao Consumidor – Brasil – 1990-2000	45
Tabela II - Bovespa: indicadores selecionado.....	64
Tabela III - Balança Comercial, Transações Correntes e Balanço de Pagamentos (US\$ Bilhões)	65
Tabela IV - Balanço de Pagamentos Brasileiro	70
Tabela V - Dívida Pública Interna	72